

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A DESVALORIZAÇÃO DO REAL SOB A ÓTICA
DA TEORIA DE CRISES CAMBIAIS

Por: José Irala Ferreira Ferreira

Orientador: Prof. Anton P. Mueller

Florianópolis, fevereiro de 2001

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A DESVALORIZAÇÃO DO REAL SOB A ÓTICA
DA TEORIA DE CRISES CAMBIAIS**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia

Por: José Irala Ferreira Ferreira

Orientador: Prof. Anton P. Mueller

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras – Chaves:

1. Macroeconomia
2. Crises Cambias
3. Ataques Especulativos

Florianópolis, fevereiro de 2001

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **8,0** ao aluno *JOSÉ IRALA FERREIRA FERREIRA* na disciplina CNM – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Anton P. Mueller
Presidente

Prof. Roberto Meurer
Membro

Prof. Paulo Körbes
Membro

*Para meus pais, pelo carinho e apoio
que sempre me foi dedicado.*

*Para Patrícia, pelo amor e pela paciência.
E para todos aqueles que de alguma forma
contribuíram para a realização deste sonho.*

*O Caminho mais suave e pacífico da
vida humana segue pelas avenidas da
ciência e da instrução; e todo aquele
que for capaz de remover algum
obstáculo nesse caminho ou de abrir
alguma perspectiva nova deve ser
considerado como benfeitor da
humanidade.*

David Hume,
Tratado sobre a Natureza Humana

SUMÁRIO

	Pagina
- LISTA DE FIGURAS	VIII
- LISTA DE TABELAS	IX
- RESUMO	X
 CAPÍTULO I – O PROBLEMA.....	01
I.1 – INTRODUÇÃO	01
I.2 – FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA.....	03
I.3 – OBJETIVOS.....	03
I.3.1 – GERAL.....	03
I.3.2 – ESPECÍFICOS.....	03
I.4 – METODOLOGIA.....	04
 CAPÍTULO II – MODELOS TEÓRICOS.....	05
II.1 – MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO.....	05
II.2 – MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO.....	07
II.3 – RECENTES MODELAGENS.....	10
 CAPÍTULO III – O PLANO REAL E SEUS EFEITOS.....	14
III.1 – O FIM DA HIPERINFLAÇÃO.....	14
III.2 – AS FINANÇAS PÚBLICAS.....	18
III.3 – O SETOR EXTERNO.....	21

CAPÍTULO IV – O ATAQUE ESPECULATIVO.....	25
IV.1 – A MORATÓRIA RUSSA E OS IMPACTOS SOBRE O BRASIL.....	25
IV.2 – O PACOTE DE APOIO EXTERNO.....	26
IV.3 – A DESVALORIZAÇÃO.....	29
 CAPÍTULO V – CONCLUSÃO.....	 32
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	 35
 ANEXOS.....	 38

LISTA DE FIGURAS

	Página
- FIGURA I.1 – CÂMBIO OFICIAL R\$/US\$ - FECHAMENTO DIÁRIO.....	02
- FIGURA II.1 – O PROCESSO DE UMA CRISE CAMBIAL.....	06
- FIGURA III.1 – ÍNDICE GERAL DE PREÇOS – DISPONIBILIDADE INTERNA.....	16
- FIGURA III.2 – SALÁRIO REAL	18
- FIGURA III.3 – DÍVIDA PÚBLICA TOTAL.....	19
- FIGURA III.4 – TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS (%A.M).....	20
- FIGURA III.5 – TAXAS DE JUROS NOMINAIS (JUL\94-JUL\99 -%A.A).....	20
- FIGURA III.6 – BALANÇA COMERCIAL – MÉDIA TRIMESTRAL.....	21
- FIGURA III.7 – TAXA REAL DE CÂMBIO.....	23
- FIGURA IV.1 – RESERVAS INTERNACIONAIS.....	26
- FIGURA IV.2 – TAXAS DE JUROS NOMINAIS – JAN\98 – JUL\99.....	27
- FIGURA IV.3 – CÂMBIO OFICIAL R\$/US\$ - COMENTADO.....	30

LISTA DE TABELAS

- TABELA II.1 – JOGO NÃO-COOPERATIVO SOBRE A DECISAO DE ESPECULAR.....	09
- TABELA III.1 – INDICADORES MACROECONÔMICOS SELECIONADOS.....	17
- TABELA III.2 – BALANÇA DE SERVIÇOS (US\$ MI)	22

RESUMO

O presente trabalho de pesquisa aborda a desvalorização do Real em janeiro de 1999 através da teoria de crises cambiais ou modelos de ataques especulativos. Após a análise dos fatores que compuseram a crise cambial brasileira, cruzou-se as características de cada uma das três gerações dos modelos com as características do ataque especulativo ao Real. O resultado obtido foi que as três gerações de modelos devem ser utilizados, pois foram identificadas características de cada um deles no caso brasileiro.

CAPÍTULO I – O PROBLEMA

I.1 – INTRODUÇÃO

Durante toda a década de 80 e metade de 90 o Brasil se viu envolto em uma hiperinflação que prejudicava todo seu desenvolvimento econômico. No ano de 1994, em função da implementação do Plano Real, o Brasil sofreu mudanças significativas na sua estrutura econômica. O Plano Real trouxe a inflação para patamares próximos a zero, porém, no longo prazo, a manutenção desta estabilidade gerou problemas para a economia brasileira, principalmente em relação ao setor externo e à dívida pública.

A sobrevalorização da moeda foi uma das âncoras das novas políticas implementadas que estabilizaram os níveis de preços. Devido ao câmbio valorizado, somado um maior grau de abertura econômica, criou-se um ambiente muito favorável a importação, o que impedia o aumento interno dos preços. O ajuste fiscal e o controle da massa monetária foram as outras âncoras adotadas para se evitar o retorno da inflação.

Entre 1995 e 1999, adotou-se a política de bandas cambiais, ou seja, a moeda tinha uma pequena margem de flutuação que era manipulada pelo Banco Central para impedir que a taxa de câmbio ultrapasse os limites de flutuação pré-definidos, a banda superior e a banda inferior. O Banco Central regularmente realizava minidesvalorizações, alterando os limites da banda cambial, pretendendo recuperar gradualmente a competitividade dos produtos brasileiros.

Devido aos impactos negativos desta política na balança comercial brasileira, face o aumento das importações e do histórico deficitário do balanço de pagamentos em conta corrente brasileiro, a atração de capitais internacionais tornou-se vital para que se conseguisse o equilíbrio no balanço de pagamentos. Assim, iniciou-se um novo ciclo na economia brasileira através da importação de mercadorias e de capitais.

Porém, a política cambial sofreu um choque em janeiro de 1999 com a desvalorização do Real, como pode ser observado na figura I.1. As crescentes pressões no mercado de câmbio brasileiro, surgidas em meados de outubro de 1998 com a crise russa, levaram a uma deterioração das expectativas em relação à capacidade de endividamento brasileira, gerando um influxo de capitais. Assim, o governo brasileiro viu-se obrigado a desvalorizar a sua moeda para evitar um colapso no seu balanço de pagamentos.

Krugman (1979) foi o primeiro a tecer uma teoria sobre crises nos balanços de pagamentos, onde chegou a algumas conclusões que elucidam os motivos que levam ao acontecimento de crises cambiais. O modelo criado, de primeira geração¹, demonstra que na existência de políticas macroeconômicas inconsistentes no longo prazo, em uma economia de câmbio fixo, levam inevitavelmente à uma crise cambial.

Obstfeld (1994) desenvolveu o chamado modelo de segunda geração, onde um ataque especulativo pode ocorrer mesmo com políticas macroeconômicas consistentes no longo prazo. Isso porque a autoridade monetária fica ante um dilema entre os custos e os benefícios de se defender a moeda, e uma mudança nas expectativas pode causar o colapso desse sistema cambial mesmo que ele seja viável. Assim, a desvalorização torna-se uma

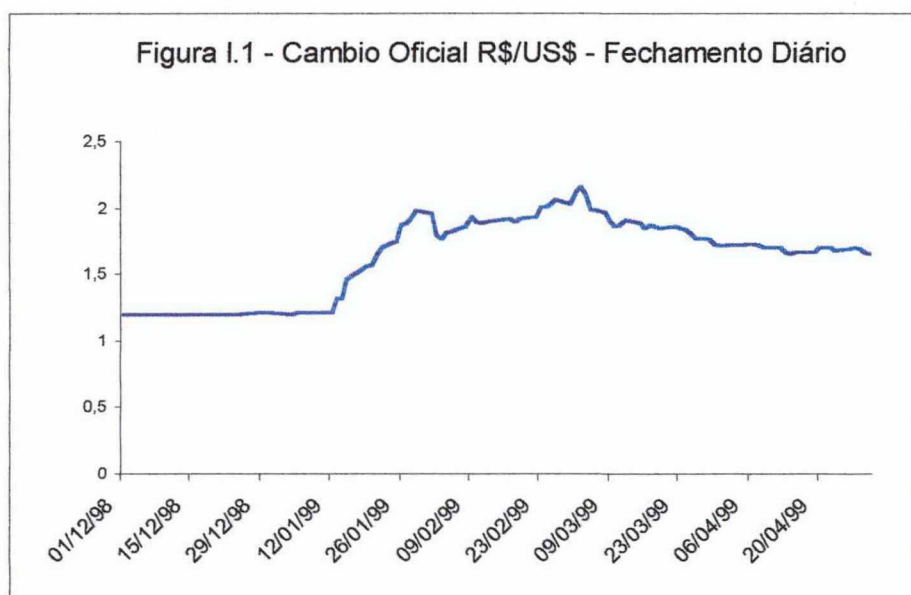


Figura I.1 – Taxa nominal de câmbio R\$/US\$

Fonte: ECONOMATICA SOFTWARE. Disponível na internet: www.economatica.com.br

profecia auto-realizável. Ultimamente, novos modelos têm sido desenvolvidos na literatura econômica, chamados de terceira geração. Estes novos modelos adotam como base a crítica à perfeição do mercado e à racionalidade dos agentes, utilizando-se de argumentos como *espírito de manada*, *desvio moral* e *seleção adversa*. Além disso, outros modelos mostram como a crise iniciada em um país pode causar efeitos em um outro país, nos chamados *modelos de contágio*.

¹ Agenor, Bhandari e Flood (1991)

I.2 – FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA

Quais foram as causas da desvalorização do Real em janeiro de 1999? Que modelo de ataques especulativos detêm as características que poderiam explicar a crise cambial que atingiu o país? Ao analisar o comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas, como a taxa real e nominal de câmbio, taxas de juros, reservas internacionais, inflação, Produto Interno Bruto (PIB), dívida pública e balança comercial, espera-se ilustrar as inconsistências das políticas macroeconômicas implementadas a partir do Plano Real.

Após esta análise, espera-se identificar nos modelos de ataques especulativos fatores comuns à crise brasileira, para que se possa detalhar em que tipo(s) de modelo(s) ela se encaixa.

I.3 – OBJETIVOS

I. 3.1– Geral

Analisar os fatos que ocorreram na economia brasileira e que levaram à desvalorização do Real em janeiro de 1999, à luz da teoria de crises cambiais ou modelos de ataques especulativos.

I.3.2 – Específicos

- Introduzir a teoria de ataques especulativos e crises cambiais;
- Compreender quais foram os desequilíbrios macroeconômicos que levaram à desvalorização do Real;
- Identificar na teoria de crises cambiais fatores explicativos da crise do Real.

I.4 – METODOLOGIA

Para a realização deste trabalho serão utilizadas variadas fontes primárias e secundárias de dados. Através de pesquisas em *sites* da internet, base de dados em CD-ROM, boletins do Banco Central do Brasil, artigos em jornais, revistas e periódicos especializados, além dos livros didáticos de economia, encontrar-se-á a bibliografia desejada para o cumprimento dos objetivos propostos.

A partir da base teórica já existente, será analisado o caso empírico brasileiro, utilizando-se um método indutivo de pesquisa. Através da explicação dos modelos teóricos de ataques especulativos será analisado o caso brasileiro.

O presente trabalho está organizado da seguinte forma. O segundo capítulo busca introduzir ao leitor à teoria dos ataques especulativos, descrevendo os modelos existentes na teoria econômica. No terceiro capítulo, ilustra-se a implementação do Plano Real e as consequências econômicas da estabilidade via âncora cambial. O quarto capítulo mostra como de fato ocorreu a desvalorização do real. O quinto e último capítulo coloca frente a frente a teoria dos ataques especulativos com a desvalorização do real, identificando características em comum que possam elucidar os motivos que levaram às mudanças no sistema cambial brasileiro.

CAPÍTULO II – MODELOS TEÓRICOS

O presente capítulo tem por objetivo principal realizar uma revisão teórica sobre crises cambiais. Os primeiros modelos teóricos, chamados também de modelos de crise no balanço de pagamentos ou modelos de ataques especulativos, surgiram em fins da década de 70, tendo como marco um trabalho de Krugman (1979) e logo após Flood e Garber (1984), que ficaram conhecidos como modelos de primeira geração.

Os chamados modelos de segunda geração começaram a ser desenvolvidos por Obstfeld (1994), pois sentiu-se necessidade de se estudar um modelo teórico diferente que pudesse explicar a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992.

Atualmente, vem se desenvolvendo na literatura sobre crises cambiais os chamados modelos de terceira geração, em função da dificuldade de se encontrar nos modelos anteriores características explicativas para as recentes crises no sistema financeiro mundial. Os modelos de terceira geração têm surgido mais especificamente para explicar a crise asiática de 1997 e as crises recentes na Rússia e Brasil, esta última objetivo do presente trabalho.

A seguir, será realizada uma breve análise de cada um dos modelos, apontando suas principais características e como se deu a evolução dessa literatura.

II.1 - MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO

Os chamados modelos de primeira geração têm como característica principal a idéia de que políticas governamentais, sejam elas monetárias ou fiscais, inconsistentes no longo prazo, em uma economia de câmbio fixo, levam ao colapso deste regime cambial. O modelo também tem como premissas a racionalidade² do investidores e a perfeita mobilidade de capitais. Ao Banco Central cabe utilizar-se de políticas de esterilização para manter a base monetária no estável, e como as reservas internacionais são finitas, o câmbio flutuará a partir do momento que as reservas se encontrem em um patamar mínimo, próximo a zero.

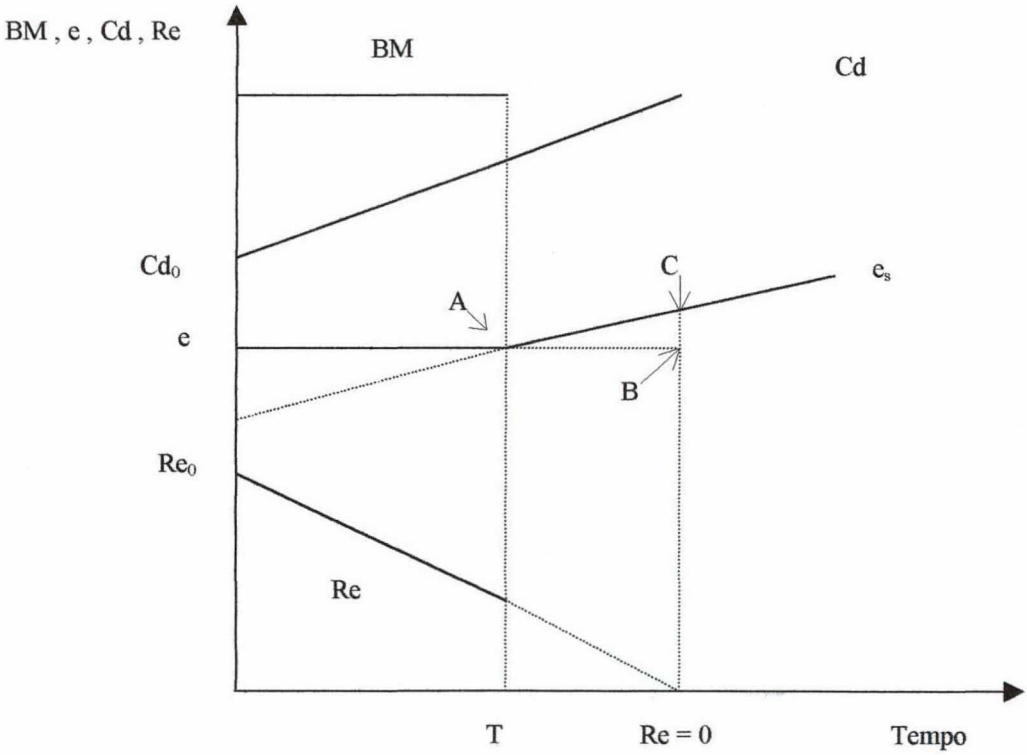
De acordo com o modelo proposto por Krugman (1979), sobre um regime de câmbio fixo, o aumento na demanda por reservas internacionais ligado a um excesso no crédito doméstico, para que se mantenha a base monetária estável, leva a um ataque repentino à moeda. O problema para o Banco Central é que os investidores não irão

aguardar que o nível de reservas chegue ao mínimo e o câmbio flutue, então iniciam um ataque especulativo à moeda antes que as reservas cheguem a zero, antecipando assim a flutuação do câmbio. Porém, esta própria antecipação dos investidores é prevista, e então o ataque especulativo leva ao abandono da taxa de câmbio fixa muito antes do que seria necessário sem a sua presença.

Além disso, o risco ao qual ficam expostos os especuladores é mínimo, pois caso não ocorra a desvalorização os custos de reinvestimento são muito pequenos se comparados com as possibilidades de lucros decorrentes de uma depreciação. Se não existe possibilidades de lucros, o ataque não ocorrerá.³

Flood e Garber (1984) introduziram no modelo a idéia da *taxa de flutuação sombreada* (e_s). A taxa de flutuação sombreada representa a taxa de câmbio que seria determinada pela oferta e demanda do mercado de câmbio, caso o câmbio não fosse fixo, e sendo assim, ela representa a taxa de câmbio que prevalece logo após as reservas terem chegado a zero e o câmbio ter flutuado.

Figura II.1 – O processo de uma crise Cambial



² Segundo Dornbusch (1991,p799), a hipótese das expectativas racionais é definida pela formação das expectativas dos indivíduos através do uso eficiente das informações sem cometer erros sistemáticos

³ Flood and Marion, 1996, p.3

A figura II.1⁴ exemplifica como ocorre a crise cambial segundo os modelos de primeira geração. Sendo Re o nível de reservas internacionais, e a taxa nominal de câmbio, Cd o crédito doméstico e BM a base monetária, tem-se que para manter a base monetária constante o Banco Central acomoda a perda de reservas com aumento do crédito doméstico. Caso não ocorra o ataque, a moeda será desvalorizada quando as reservas atingirem zero, conforme ilustra o ponto B , onde $R = 0$ e $BM = CD$. O comportamento de e é constante até que ocorra a desvalorização, e o salto de B para C ocorrerá no caso de um cenário sem o ataque especulativo.

Porém, em uma situação onde os agentes são racionais e estão sempre buscando lucro nas suas operações, eles antecipam o movimento do Banco Central e atacam a moeda antes que $R = 0$, levando a desvalorização a acontecer no tempo T . Nesse caso, a desvalorização acontecerá quando a taxa de flutuação sombreada for maior que a taxa de câmbio nominal ($e_s > e$), e e_s será a taxa de câmbio que prevalecerá depois que ocorrer o ataque ($e_{t+1} = e_s$).

Embora sejam limitados, os modelos de primeira geração são muito importantes pois iniciaram o debate sobre as crises cambiais e seus pressupostos são de extrema importância para o entendimento dos novos modelos que surgiram depois.

II.2 – MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO

Os chamados modelos de segunda geração nasceram da necessidade dos economistas de encontrar melhores evidências que pudessem explicar as crises cambiais, principalmente após a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992 e da crise do México em 1994.

O modelo foi inicialmente proposto por Obstfeld (1994), onde este criticava os modelos de primeira geração pela ênfase dada ao volume de reservas internacionais como fator principal da desvalorização das moedas. Ele argumenta que, sob perfeita mobilidade de capitais, o Banco Central, que tem como único motivo para flutuar sua moeda a falta de reservas, pode utilizar-se de outros instrumentos que evitem que as reservas cheguem à zero, principalmente em países fiscalmente estáveis, como a

captação de empréstimos no exterior, controles sobre fluxos de capitais e aumento das taxas de juros.

Além disso, os modelos de primeira geração estipulam que os investidores têm comportamento racional e são capazes de prever antecipadamente os eventos, enquanto as autoridades governamentais agem de forma mecanizada, gastando todas suas reservas perante o colapso iminente.

Na tentativa de se frear o influxo de capitais para defender a paridade cambial, as autoridades governamentais podem aumentar as taxas de juros, reduzir as necessidades de financiamento do governo, realizar empréstimos de reservas e apertar ou impor controles sobre os fluxos de capitais. Neste caso, a decisão de se manter ou não a política cambial vai depender de uma análise entre os custos e os benefícios da implementação destas medidas.⁵

De acordo com Krugman (1997), três fatores são fundamentais para o entendimento dos modelos de segunda geração. O primeiro deles é que deve existir uma razão para que o governo abandone o câmbio fixo, como recessão, desemprego ou taxas de juros elevadas. Em segundo lugar, deve existir uma razão para que os governos defendam a taxa fixa de câmbio, como por exemplo a estabilidade dos preços.

O terceiro fator para o entendimento dos modelos de segunda geração deriva da tensão criada entre os dois primeiros, e de que maneira esta tensão impacta nas expectativas dos agentes. Assim, os custos de defesa do câmbio fixo tendem a aumentar assim que os agentes desconfiem da durabilidade da política cambial.

A maior diferença entre os modelos de primeira e segunda geração reside no fato que os de segunda geração supõem que uma crise cambial pode acontecer mesmo quando os fundamentos macroeconômicos do país não estão deteriorados. Nesse caso, os ataques especulativos seriam crises *auto-realizáveis*, como são chamadas pela literatura. Assim, *“existe um ponto de equilíbrio onde a taxa de câmbio fixa pode ser viável, mas o governo é levado a flutuar o câmbio simplesmente porque os custos para que se revertam as expectativas dos agentes privados são muito altos”*⁶.

Dessa maneira, chega-se à uma situação de equilíbrios múltiplos. Se o ataque não ocorrer, a taxa de câmbio fixa pode perdurar para sempre. Mas caso a moeda seja atacada, os custos de defesa são maiores que seus ganhos, e o câmbio é levado à flutuação.

⁴ Baseado em Agenor and Flood (1994,p.230)

⁵ Obstfeld, 1994, p.199

⁶ Obstfeld, 1994, p.204

Obstfeld (1995) desenvolve um jogo⁷ não-cooperativo que exemplifica essa situação (figura II.1). O jogo é formado por 3 agentes, sendo A o governo, que detêm uma quantia de reservas R disponíveis para defender a moeda e manter o câmbio fixo, e sendo B e C agentes privados (especuladores) que mantêm uma quantia expressiva de moeda doméstica (10 unidades) que decidem entre mantê-las ou vendê-las. No jogo 1, $R = 30$, com A e B detendo 10 em moeda doméstica. O custo de especulação é de -2 . Assim, mesmo que os dois vendam suas quantidades, especulando contra a moeda, a taxa de câmbio permanecerá fixa, pois a melhor estratégia para os especuladores é não especular contra a moeda (equilíbrio de Nash em $(0;0)$).

Figura II.1
 Jogo não-cooperativo sobre a decisão de especular

JOGO 1		C	
R = 30		MANTER	VENDER
B	MANTER	0 ; 0	0 ; -2
	VENDER	-2 ; 0	-2 ; -2

JOGO 2		C	
R = 10		MANTER	VENDER
B	MANTER	0 ; 0	0 ; 3
	VENDER	3 ; 0	0,5 ; 0,5

JOGO 3		C	
R = 15		MANTER	VENDER
B	MANTER	0 ; 0	0 ; -2
	VENDER	-2 ; 0	1,5 ; 1,5

⁷ Segundo Samuelson (1975,p. 532), a essência da teoria dos jogos está em uma situação onde duas (ou mais) vontades livres escolhem, em separado, suas estratégias que irão afetar ambas de modo interdependente.

No jogo 2, $R = 10$, assim um especulador sozinho pode levar o câmbio à flutuação. Supõe-se que a moeda seja desvalorizada em 50%. Se somente um vender terá um ganho líquido de 3, porém se os dois venderem terão que dividir as reservas do Banco Central e terão um ganho líquido de 0,5, pois o equilíbrio de *Nash* encontra-se em (0,5;0,5).

Já no Jogo 3, o nível de reservas ($R = 15$) não é alto o suficiente para impedir o ataque se ambos os especuladores investirem contra a moeda, mas também não é baixo o suficiente para permitir que sozinho um deles consiga desvalorizar a moeda. Se somente um atacar, arcará com a perda de -2. Assim, essa situação permite dois equilíbrios de *Nash*, sendo o primeiro quando nenhum dos dois investidores especula contra a moeda (0;0) e quando os dois especulam contra a moeda (1,5;1,5).

De acordo com o jogo proposto, os fundamentos macroeconômicos, representados pelo nível de reservas internacionais, têm um papel importante na determinação dos ataques especulativos. Quando estes estão deteriorados, o ataque é quase inevitável, como já previam os modelos de primeira geração. Porém, entre os valores extremos dos fundamentos, existe uma grande banda onde o ataque especulativo depende da ação dos especuladores e não dos fundamentos da economia. Percebe-se então que o jogo tem características *auto-realizáveis*, pois se o ataque ocorrer a moeda se desvaloriza, mas se os investidores não atacarem a paridade cambial é mantida.

Os modelos de segunda geração então introduzem uma nova visão na teoria de crises cambiais de que mesmo economias estáveis com fundamentos equilibrados podem ser alvos de ataques especulativos, se as expectativas dos investidores for de que a paridade cambial não será mais mantida e os custos da manutenção dessa paridade forem crescendo na medida em que cresce a desconfiança quanto ao sistema cambial.

II.3 – RECENTES MODELAGENS

O surgimento das novas modelagens sobre crises cambiais, ou modelos de terceira geração, aparecem como uma diferenciação dos modelos de primeira e segunda geração. Estas novas modelagens estão diretamente ligadas com a suposição de que os mercados não são eficientes e que os agentes nem sempre agem racionalmente, e a partir disto surgem várias distorções de mercado que podem levar à uma crise cambial.

Surgiram também os chamados modelos de contágio, que procuram explicar

como a crise em um determinado país pode afetar um outro país com características bastante distintas.

Ao contrário dos antigos modelos, os de terceira geração não apresentam um trabalho que seja um ícone, como o modelo de Krugman de primeira geração ou o de Obstfeld de segunda geração, pois eles tem sido formulados para o estudo específico de cada caso de crise cambial, combinando detalhes dos antigos modelos com a hipótese de que os mercados não são totalmente eficientes.

Essa não eficiência dos mercados pode ser explicada pela hipótese de assimetria de informações nos mercados financeiros, o que leva a comportamentos dos investidores que não caracterizam atitudes racionais. Um mercado financeiro com informação imperfeita existe quando as partes envolvidas em uma transação não dispõem do mesmo nível de informações gerando a possibilidade de ineficiências como *seleção adversa*, *desvio moral* e *comportamento de manada*.⁸

A hipótese de *seleção adversa* ocorre geralmente nos mercados financeiros nos casos onde o proprietário do capital detém menos informações sobre a saúde financeira e a credibilidade daquele para quem está emprestando. Sendo assim, dada a impossibilidade de se saber sobre a credibilidade de todos aqueles para os quais ele está emprestando, cobra-se uma taxa de juros que reflita uma média do mercado. A ineficiência surge no momento em que aqueles que têm boa reputação pagam mais do que seria efetivamente necessário para captar recursos para seus projetos em função daqueles que não dispõem uma boa reputação, e então evitam ao máximo pegar recursos emprestados. Por outro lado, para aqueles que gozam de menos credibilidade, a captação de recursos para financiar seus projetos, mesmo que estes sejam menos lucrativos, torna-se mais atrativa, e corre-se o risco de emprestar recursos para fins duvidosos. Assim, os empréstimos feitos pelos investidores aos países emergentes contêm uma grande possibilidade de serem utilizados para fins que não são realmente aqueles estipulados.

O *desvio moral* nos mercados financeiros parte do pressuposto que, se um agente dispõe de uma margem de segurança com a qual possa contar, este agente pode ser menos cuidadoso na hora em que definir seus gastos e pode se arriscar mais. Por exemplo, uma pessoa com seguro de carro pode ser menos cuidadoso na hora de dirigir, pois sabe que em caso de um sinistro ele tem um seguro. No caso das crises cambiais, as discussões giram em torno de que os auxílios fornecidos pelo FMI aos países que estão em meio a uma crise podem resultar em desvio moral, gerando ou potencializando um

ataque especulativo contra aquele país, pois este pode assumir riscos excessivos em função do auxílio do Fundo.⁹

A expressão *comportamento de manada* vem da observação dos animais que vivem em grupo e sempre se locomovem juntos. Krugmann (1997) aponta duas características que exemplificam como o comportamento de manada pode ocorrer em mercados financeiros. A primeira é que a assimetria de informações leva alguns investidores a terem mais informações que os outros. Logo, aqueles que detêm menos informações sobre o mercado percebem o posicionamento daqueles que estão mais informados, ou que pelo menos parecem estar, e agem da mesma maneira, seja comprando ou vendendo. O segundo aspecto pode ser explicado por uma expressão conhecida nos mercados financeiros: “é melhor perder junto do que ganhar sozinho”. Isso porque os administradores de fundos estão sujeitos a comparação com os demais na definição dos seus proventos, assim, mesmo indo contra as suas expectativas, suas atitudes mantêm-se no padrão da “manada” pois isso pode aumentar as suas chances de remuneração.

Além desses pontos, pode-se ilustrar também a existência das chamadas *ordens stop loss*, programadas pelos investidores para que assim que a cotação da taxa de câmbio chegue a um patamar preestabelecido suas posições em moeda doméstica sejam trocadas por dólares.

Um outro tipo de modelagem que tem surgido são os chamados *modelos de contágio*, onde coloca-se a questão do contágio entre os mercados financeiros mundiais. Isso pode ser observado na crise mexicana de dezembro de 1994, que afetou o Brasil e mais fortemente a Argentina, na crise asiática de 1997 e na crise russa em 1998. Embora estes ataques tenham se justificado em termos pelos fundamentos nos países alvos, eles se espalharam para os demais países mesmo que esses não estivessem com os fundamentos deteriorados.

A *contaminação financeira* ocorre quando a desvalorização em um país repercute ou até mesmo chega a ser uma das causas de choques financeiros em outros países. Ela pode apresentar-se sob vários aspectos. Um deles é a busca por liquidez pelos agentes, minimizando assim perdas ou futuras necessidades de dinheiro, levando os investidores a liquidar suas posições no segundo país em virtude das perdas iniciais.

Através do intercâmbio comercial também pode ser verificado causas da contaminação financeira, principalmente em países muito ligados comercialmente. O

⁹ Fundo Monetário Internacional, 1999.

efeito inflacionário nos preços dos artigos importados e a possibilidade de desequilíbrio no balanço de pagamentos do segundo país levam a crise a migrar do país inicial.

Um terceiro aspecto é o canal do prêmio de risco, onde a crise inicial faz com que se eleve o prêmio de risco no segundo país, causado possivelmente pelo *comportamento de manada* dos investidores, que somente manterão seus investimentos no segundo país caso a taxa de juros seja elevada.¹⁰ A transmissão da crise pelo canal do prêmio de risco pode ocorrer em países de economia bastante distintas entre si, porém classificadas da mesma maneira em função do risco da aplicação, como é o caso dos chamados “países emergentes”.

⁹ Corseti, Pesenti e Roubini. 1998, p.20

¹⁰ Choueiri, 1999, p. 4

CAPÍTULO III– O PLANO REAL E SEUS EFEITOS

O presente capítulo procura analisar brevemente como o Plano Real foi implantado, e como a combinação de vários fatores resultantes das políticas econômicas utilizadas para manter a estabilização foram responsáveis pela desvalorização da moeda em janeiro de 1999.

O Plano Real foi um plano de estabilização concebido em 1994 que trouxe uma nova realidade à economia brasileira. Após anos de tentativas e muitos planos econômicos mal sucedidos, finalmente conseguiu-se reduzir a superinflação que afetava o país para patamares próximos a 1% ao mês.

A economia brasileira após o Plano Real adentrou uma dinâmica de baixas taxas de inflação, mantidas por altas taxas de juros, ingresso maciço de capital internacional, aumento da dívida pública, sobrevalorização do câmbio, elevados déficits comerciais e a uma maior vulnerabilidade da economia brasileira à choques externos.

III.1 – O FIM DA HIPERINFLAÇÃO

Desde a década de 80 o país vinha sofrendo com as altas taxas de inflação, superiores a 100% a.a. Assim, o foco da política econômica durante todo o período era sempre voltado à tentativa de controlar a inflação. Um indicativo disto é a quantidade de planos econômicos colocados em prática nos anos 80 e 90 – Cruzado (86-89), Cruzado Novo (89-90), Cruzeiro (90-93), Cruzeiro Real (93-94), e o próprio Plano Real, em 1994.

Assim, ao implantar o Plano Real, esperava-se reduzir a taxa de inflação brasileira, para que então se pudesse seguir com as reformas estruturais necessárias para retomar o crescimento econômico. A implementação do Plano Real foi realizada em três partes: primeiro, um breve ajuste fiscal; em segundo lugar, uma reforma monetária; e em terceiro, adotou-se a âncora cambial.

O ajuste fiscal tornou-se necessário pois “*o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento ex-ante*”¹¹, isto porque ocorria no Brasil um efeito *Oliveira-Tanzi* às avessas, também chamado como efeito *Pattinkin*. Isso quer dizer que o Governo tirava vantagens da inflação alta, com redução do seu gasto real,

¹¹ BACHA, E. 1997, p.13

pois os impostos eram indexados à inflação, enquanto os gastos eram previstos em termos nominais no Orçamento.

Este breve ajuste fiscal foi introduzido pelo Programa de Ação Imediata (PAI), que, entre várias medidas, previa cortes de US\$6 bilhões do orçamento de 1993, criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), redução das transferências não constitucionais de recursos do orçamento federal para os Estados e Municípios, a implantação de um programa de reestruturação dos bancos estaduais e dar início a um processo intenso de privatizações.¹²

A reforma monetária implementada resultou na criação da Unidade Real de Valor (URV), em março de 1994. Sendo uma unidade de conta estável, ancorada no dólar americano (1 URV = US\$ 1), a URV visava indexar os contratos, salários, aluguéis, que eram estabelecidos em Cruzeiros Reais substituindo os antigos indexadores existentes. O seu valor em Cruzeiros Reais seria fornecido diariamente pelo Banco Central. Após quatro meses de URV, a economia brasileira já encontrava-se plenamente indexada e, em 1.º de julho de 1994, transforma-se a URV em uma nova moeda, o Real. O sistema cambial foi modificado para um sistema de bandas assimétricas, onde o teto da banda cambial era de R\$1/US\$1, mas o piso não era controlado pelo Banco Central.

A forma como o Plano Real foi elaborado, por si já causava uma certa desconfiança do seu sucesso. Segundo Delfin Netto (1997, p.89-93), existem duas formas de produzir uma estabilização econômica: na primeira, inicia-se com uma ancora monetária sólida, prosseguindo para o equilíbrio orçamentário, modifica-se a estrutura do sistema de administração pública, coloca-se o sistema de preços funcionando, elimina-se as distorções do sistema tributário e libera as forças de oferta e demanda da economia.

No Plano Real , em primeiro lugar indexou-se a economia ao dólar, via URV, para depois congelar o câmbio, o que faz com que os preços automaticamente parem de crescer, e as demais políticas de ajuste foram deixadas em segundo plano, pois seriam necessárias medidas impopulares que poderiam afetar o processo político e a eleição presidencial de Fernando Henrique Cardoso, Ministro da Fazenda durante a implantação do Real.

Assim, face o congelamento da taxa de câmbio, introduz-se a ancora cambial na economia brasileira, pois a sua estabilidade permitia manter a inflação sob controle. Por

¹² MINISTERIO DA FAZENDA. *Programa de Ação Imediata*. 1993.

outro lado, dispõe-se que a moeda circulante estaria respaldada no nível de reservas internacionais, deixando para o Ministério da Fazenda os critérios de condução da política cambial brasileira.¹³

A taxa de câmbio teve uma acentuada valorização logo no início do Plano, pois além da moeda nacional ter como valor de teto R\$1/US\$1, o mecanismo da âncora cambial facilitou o fluxo de capitais estrangeiros que seriam necessários para manter um elevado nível de reservas internacionais. Além disso, o Banco Central fixou uma taxa de juros no primeiro dia do Real em 8%a.m., muito mais baixa que a do último dia do Cruzeiro Real (50%a.m.). Porém, em termos reais, a taxa ainda poderia ser considerada alta¹⁴, e a política de juros altos e as privatizações foram responsáveis por um expressivo volume de entradas de capital externo.

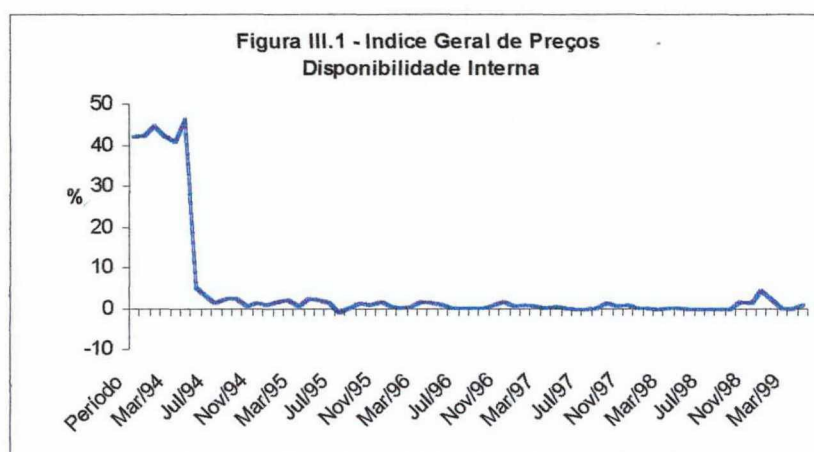


Figura III.1 – Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

O controle inflacionário foi a grande virtude do Plano Real. A Figura III.1 acima mostra o comportamento da inflação medida pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Logo após o lançamento do Plano a inflação caiu dos antigos patamares em torno de 46% em junho de 1994 para 5,47% em julho de 1994. Ao longo do período a inflação teve uma média próxima a 1%a.m., entre julho/94 até julho/1999. Observa-se que em fevereiro de 1999, logo após de ocorrida a desvalorização da moeda, a inflação medida ficou em torno de 4,4%, porém nos meses subsequentes a desvalorização já não causou grandes impactos

¹³ Calcagno e Sainz, p.12,1999.

¹⁴ BACHA, E. 1997, p.34

no que se refere a taxa de inflação. Assim, a busca da estabilidade foi o principal foco da política econômica nos anos que sucederam a implantação do Plano Real.

Observando a tabela III.1 abaixo, podemos verificar o comportamento de alguns indicadores macroeconômicos antes e após o Plano Real.

Tabela III.1 – Indicadores Macroeconômicos Selecionados

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB (preços de Mercado – R\$ mi)	640	14097	349204	646191	778886	870743	913735	960857
PIB (taxa de variação real)	-0,8	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8
PIB (US\$ bi)	387,7	429,7	543,1	705,4	775,5	801,7	775,5	529,4
Desemprego ¹⁵ (%PEA)	4,5	4,3	3,4	4,4	3,8	4,8	6,3	7,5
Salário Real dos Trabalhadores (jul/94 = 100)	100,4	106,7	118	126,7	129,3	127,7	120,5
IGP-DI	991,4	2103,7	1093,84	14,78	9,34	7,48	1,70	19,9
Variação do Índice								
Saldo Balança Comercial (US\$mi)	15239	13307	10466	-3351	-5599	-6843	-6594	-1213
Saldo Transações Correntes (US\$ mi)	6144	-592	-1689	-17972	-23142	-30906	-33615	-24997
Reservas Internacionais (US\$ mi)	23754	32211	38806	51840	60110	52173	44600	36342
Deficit Fiscal Operacional (% PIB)	-2,2	0,2	1,3	-4,9	-3,8	-4,3	-7,8	-3,4

Fonte: CEPAL, IBGE e Banco Central do Brasil

O término da hiperinflação cria uma ambiente favorável à economia. Os primeiros meses do Real foram um período de *boom* econômico. Houve um aumento de renda nas classes mais pobres (de 10% a 15%), que antes não utilizavam dos recursos de indexação diária e assim deixaram de pagar o imposto inflacionário ao governo. De acordo com a figura III.2, o salário real médio dos trabalhadores cresceu 12,03% entre 1994 e 1995, no índice medido pela FIESP, usando como deflator o IPC-FIPE.

A estabilidade também cria condições de se restabelecer um sistema de crédito mais eficiente, pois no período de alta inflação tornava-se quase impossível administrar uma carteira de crédito. Com o aumento do salário real e a recuperação do crédito, a

¹⁵ Taxa de desemprego aberto. Agrega as pessoas que procuraram trabalho de maneira efetiva nos 30 dias anteriores ao da entrevista e não exerceram nenhum trabalho nos últimos 7 dias.

expansão da demanda torna-se inevitável.¹⁶ Além disso, devido a incerteza quanto a duração da estabilidade e da demanda insatisfeita da população, principalmente a de baixa renda, as famílias aproveitaram para utilizar suas poupanças e antecipar consumo futuro.

Então, posto que com o aumento do salário real e da demanda, com os preços em queda e o crédito fácil, acaba surgindo um risco de superaquecimento econômico que poderia retomar o processo inflacionário.



Figura III.2 – Salário Real – Deflacionado pelo IPC-FIPE – Base: 89=100
Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

III.2 – AS FINANÇAS PÚBLICAS

Sabia-se, desde o princípio do Plano Real, que a diminuição da inflação teria um forte impacto negativo nas contas públicas, em virtude de se interromper o mecanismo do imposto inflacionário. Assim, o ajuste fiscal seria essencial para garantir a sustentabilidade financeira do Governo e dar continuidade ao Plano Real no longo prazo, evitando que se retornasse ao financiamento do déficit público via emissão de moeda, que poderia causar o retorno da inflação.

Apesar disso, durante o Plano Real, o déficit orçamentário passa a ter um aumento significativo em função de problemas estruturais da economia brasileira e também devido à política de juros altos praticados no Brasil.

¹⁶ NETTO, A. D. 1997, p.93

O déficit ou superávit orçamentário pode ser descrito como a diferença entre os gastos correntes do governo e o total de impostos arrecadados em relação a variação da moeda emitida e dos títulos públicos. O déficit pode ser dividido em duas categorias, o déficit primário, que não inclui o pagamento de juros sobre a dívida pública, e o operacional, que inclui o pagamento dos juros.

Conforme a tabela III.1, o resultado fiscal operacional em relação ao PIB passa a deter um histórico de déficits cada vez mais acentuados. De acordo com Delfin Netto (1997, p.97), o volume de reservas necessárias para manter o mecanismo de estabilização do Plano Real exigia que se emitisse dívida pública equivalente para manter a base monetária sob controle. Isto posto, têm-se que a dívida pública durante os anos de 1994 e 1998 passou de R\$ 60,25 bilhões para R\$322,62 bilhões ,(28,1% para 42,4% do PIB), um crescimento de mais de 400% em quatro anos, como pode ser visto na figura III.3.

O crescimento explosivo da dívida pública cria uma série de problemas e passa a colocar em dúvidas a sustentabilidade da política econômica.¹⁷ Primeiro, o pagamento dos juros resultantes dessa dívida impacta negativamente no resultado operacional e a própria taxa de juros se torna responsável em aumentar o montante da dívida.

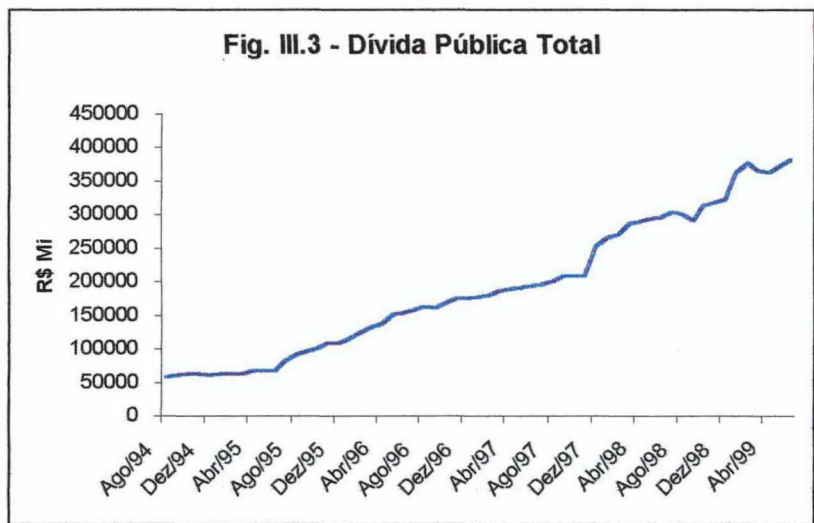


Figura III.3 – Dívida Pública Total (Excluído o Banco Central)

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

Além disso, a trajetória dos juros brasileiros durante o Plano Real pode ser verificado na figura III.4. e III.5, que demonstram a evolução da taxa do Over/Selic. Percebe-se que as taxas de juros nominais tiveram uma grande queda em termos nominais com o Real, porém mantiveram-se em patamares elevados por grande parte do

período, e principalmente, que as taxas reais de juros também encontravam-se muito elevadas, pois a inflação baixa junto com altas taxas nominais potencializam o componente real dos juros.

Pela figura III.5 também pode-se verificar a maneira que o governo brasileiro respondia aos choques externos. O aumento dos juros foi a principal medida para evitar-se que as crises internacionais tivessem maior impacto na economia brasileira. No início de 1995, devido ao chamado *efeito tequila*¹⁸ e as medidas de ajuste na economia, tem-se

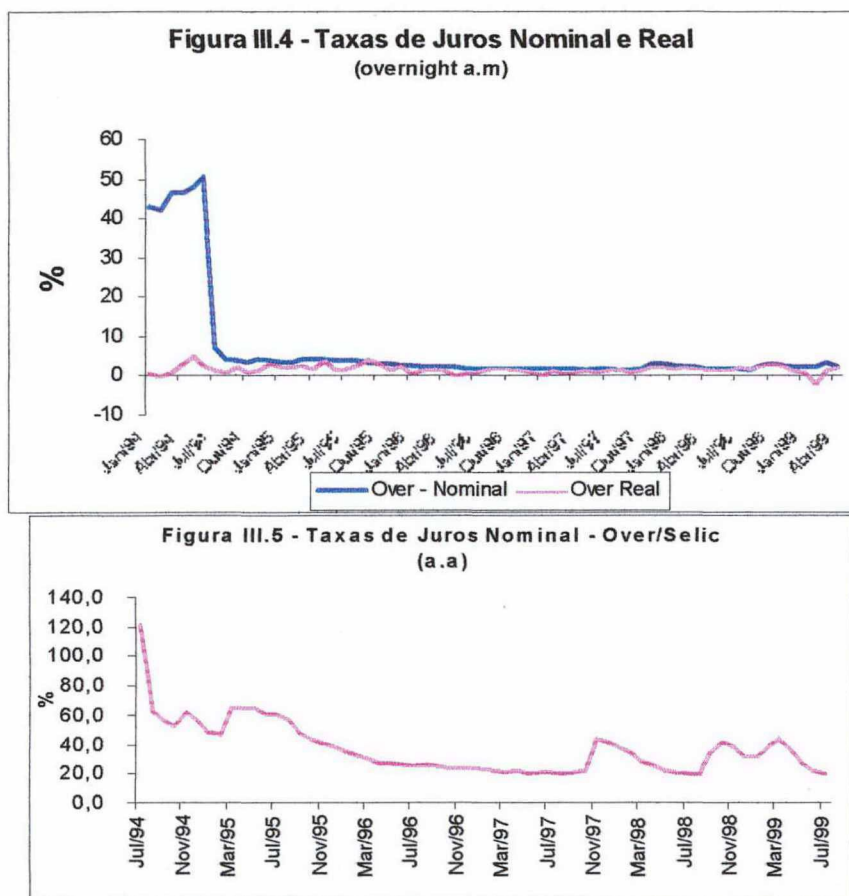


Figura III.4 – Taxa de Juros Nominal e Real (%a.m) – Over/Selic – jan/94 a abr/99

Figura III.5 – Taxa de Juros Nominal – Over/Selic – Jul/94 a jul/99

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

o aumento dos juros, que depois teve uma trajetória declinante até a crise asiática em 1997.

A crise Asiática teve efeitos que levaram a uma maior discussão sobre os rumos da política econômica brasileira. A desvalorização de uma série de moedas do Sudoeste Asiático provocou uma grande crise no sistema financeiro mundial, levando o Brasil a

¹⁷ Bevilaqua e Garcia. 1999, p.14

¹⁸ O chamado *efeito tequila* foram as consequências da crise cambial mexicana que vieram a causar prejuízos financeiros na Argentina, mas que levemente afetaram o Brasil.

e elevar os juros de 22% para 43%a.a., uma manobra típica para evitar a evasão de reservas e um possível ataque especulativo.

A partir disso, as autoridades brasileiras começaram a dar uma maior ênfase no ajuste fiscal, de grande impacto na mídia, que previa uma série de medidas de corte orçamentário e ajuste das contas públicas, porém com poucos efeitos na prática.

No mês de agosto de 1998 as taxas de juros voltam a aumentar em virtude de uma nova crise no sistema financeiro mundial, a crise russa. Novamente, o Banco Central brasileiro adotou a sua postura clássica e os juros foram alçados até o patamar de 41% em outubro.

III.3 – O SETOR EXTERNO

A sobrevalorização cambial, somada a uma maior abertura econômica, criou espaço para que as importações crescessem voluptuosamente. Ao analisar o Balanço de Pagamentos¹⁹ brasileiro, percebe-se que o aumento das importações causaram o aparecimento de um déficit comercial, que somado ao já tradicional déficit na conta de serviços (devido ao pagamento de juros), criaram um grande déficit em transações correntes.

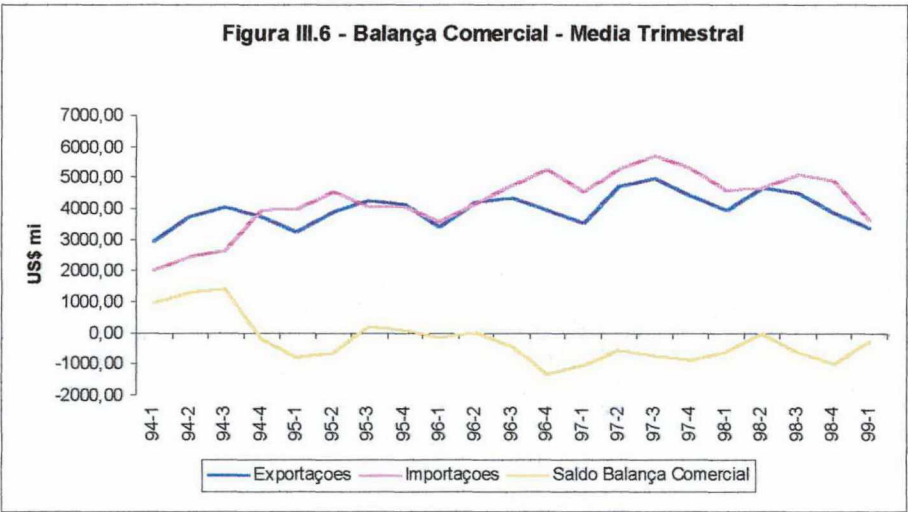


Figura III.6 – Balança Comercial Brasileira – Média Trimestral
Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

¹⁹ O balanço de pagamentos registra os saldos de transações correntes e de capital. A conta corrente agrega as transações de bens e serviços e doações, enquanto a conta de capital registra as entradas e saídas de capitais.

A figura III.6 mostra a magnitude do rombo comercial. Logo após a introdução do Plano Real a balança comercial passa de superavitária para deficitária. Entre os anos de 1994 e 1999, enquanto as exportações cresceram 47,9%, as importações cresceram 74,4%.

O aumento das importações teve vários efeitos na economia brasileira. A modernização do parque produtivo, por exemplo, era uma das medidas em que o Governo se apoiava para incentivar a importação de máquinas e equipamentos. Por outro lado, a importação de bens de consumo permitiu a criação de um teto para os preços internos, já que agora os produtos nacionais competiam em preço com os estrangeiros.

A balança de serviços, tradicionalmente deficitária em função do pagamento de juros, também apresenta um incremento no seu déficit. De acordo com a tabela III.2, além do aumento no pagamento dos juros do serviço da dívida externa, as viagens internacionais tiveram seu déficit aumentado em 251% entre 1994 e 1998, e os lucros e dividendos remetidos ao exterior cresceram em torno de 190% no mesmo período.

O somatório dos déficits comercial com o déficit de serviços, criou um problema de sustentabilidade de longo prazo desta política, pois se necessitava uma fonte de financiamento para este déficit em conta corrente.

Tabela III.2 – Balança de Serviços (US\$ mi)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Juros	- 6338	-8158	-9173	-10390	-11948	-15270
Viagens Internacionais	-1181	-2419	-3598	-4337	-4146	-1460
Transportes	-2441	-3011	-2755	-3509	-3259	-3027
Seguros	-132	-122	-63	74	81	-128
Lucros e Dividendos	-2483	-2590	-2374	-5597	-7181	-4099
Lucros Reinvestidos	-83	-384	-531	-151	-124	----
Governamentais	-327	-339	-303	-350	-385	-498
Serviços Diversos	-1758	-1571	-1686	-1984	-1837	-1335
Saldo do Balanço de Serviços	-14743	-18594	-20483	-26284	-28798	-25816

Fonte: Banco Central do Brasil

Já em março de 1995, prevendo que o déficit em conta corrente poderia tomar maiores proporções no futuro e que a taxa real de câmbio²⁰ encontrava-se sobrevalorizada, o Banco Central altera a política cambial. O regime de bandas assimétricas é abandonado e adota-se um sistema de bandas cambiais, divididas em minibandas, com seus valores de piso e de teto controlados pelo Banco Central²¹. Esse novo sistema previa a recuperação gradual da competitividade brasileira em termos de taxa real de câmbio, pois seriam realizadas minidesvalorização da taxa nominal (em torno de 8%a.a).

Em segundo lugar, aumentam-se os juros, por dois motivos distintos. Por um lado, tenta-se inibir o aumento da demanda interna. Por outro, atrai-se capital internacional para sustentar o nível de reservas necessárias para a manutenção do Plano e para financiar o déficit em conta correntes.

A figura III.7 mostra o comportamento da taxa de câmbio real brasileira, medida através do IPC-USA e do IGP-DI brasileiro. Pode-se verificar a acentuada valorização ocorrida nos primeiros meses do Plano Real, em função principalmente do fluxo de capitais externos que migravam para o Brasil. Após a mudança do sistema de bandas assimétricas para as bandas cambiais, observa-se que a medida não teve o impacto esperado e a taxa real de câmbio continuava sobrevalorizada.

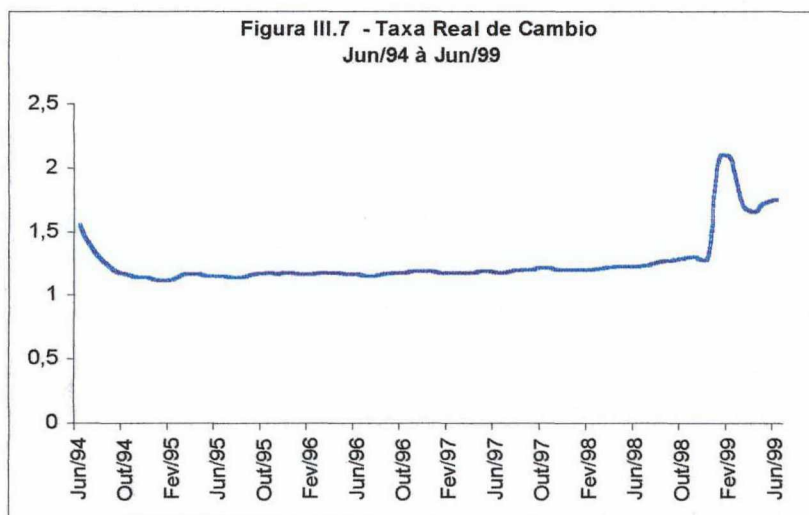


Figura III.7 – Taxa Real de Câmbio – Jan/94 a Jun/99

Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível na internet: www.bcb.gov.br

²⁰ Segundo Dornbusch (1991, p.213), a taxa real de câmbio mede a competitividade de um país no comércio internacional. É dada pela razão dos preços dos bens estrangeiros, medidos em dólares, em relação aos preços dos bens domésticos.

²¹ Banco Central do Brasil. Comunicado 4479, 06 de março 1995.

A questão do câmbio sobrevalorizado passa a ser discutida mais amplamente em meados de 1996. A estabilidade era positiva para a economia do país, porém a defasagem cambial estava servindo como uma barreira ao crescimento da economia brasileira. O governo é obrigado a impor uma taxa de juros alta para atrair capitais e financiar o déficit em conta corrente, e as empresas deparam-se com a falta de demanda interna aliada à competição externa, além da dificuldade de se tomar empréstimos a uma taxa de juros não impeditiva²².

Começam então a serem criados os mecanismos que impedem o crescimento da economia brasileira. A combinação das políticas monetárias apertadas e fiscal frouxas, levaram as taxas reais de juros para patamares muito altos e consequentemente à valorização da moeda, e a tentativa de se colocar o déficit em transações correntes em uma trajetória sustentável ao longo prazo veio a bater de frente com o sistema cambial brasileiro.

A combinação de altas taxas de juros, entrada de capitais, apreciação real da moeda e aumento da dívida pública foram as características da economia brasileira durante o plano real. Se por um lado criava-se condições para acabar com a inflação, por outro lado criavam uma situação insustentável no longo prazo.

²² IBRE .1996, p.5-7

CAPÍTULO IV - O ATAQUE ESPECULATIVO

O presente capítulo tem como o objetivo realizar uma análise dos fatos que precederam à desvalorização do real em janeiro de 1999, bem como ilustrar os acontecimentos que levaram ao Banco Central do Brasil a desvalorizar a moeda.

Conforme foi observado no capítulo anterior, desde o ano de 1995 o Brasil vinha adotando políticas macroeconômicas, com uma moeda sobrevalorizada que gerava grandes déficits em conta corrente juntamente com uma política de atração de capitais internacionais através de uma política de juros altos que levava ao aumento da dívida do pública, deteriorando as contas do governo.

IV.1 – A MORATÓRIA RUSSA E OS IMPACTOS SOBRE O BRASIL

A crise internacional que culminou na desvalorização do real teve como um dos principais causadores a moratória do governo russo, em agosto de 1998. Porém, a crise asiática de 1997 também exerceu uma forte influência, pois desde então os mercados internacionais ainda não haviam recuperado a confiança nas economias emergentes. Neste período, o país ainda estava tentando implementar as medidas de ajuste fiscal, colocadas em prática após a crise asiática para que se conseguisse manter a política gradual de minidesvalorizações cambiais, na tentativa retomar a confiança dos investidores estrangeiros.

Porém, em função da moratória russa, o mercado internacional fechou-se quase que por completo, contrariamente ao que acontecera nas crises mexicana e asiática, e o fluxo de capitais encerrou-se principalmente para países emergentes com problemas estruturais crônicos, como vinha sendo o caso do Brasil, com déficit comercial e endividamento crescentes.²³

O contágio da crise russa para o Brasil ocorreu em um momento de desconfiança pelos investidores estrangeiros da capacidade de pagamento da dívida externa brasileira, e então enfrentou-se um problema de realocação do portfolio dos investidores internacionais, que precisavam recompor suas perdas em função da crise russa ou que tinham expectativas que o Brasil pudesse desvalorizar a sua moeda e aplicar uma moratória na sua dívida.

²³ Avenburg e Giambiagi, 2000, p.13

Assim, em setembro de 1998, a fuga de capitais chegou a US\$ 30 bilhões, uma redução de 46 % no nível de reservas internacionais²⁴ brasileiras no período de um mês, conforme pode-se observar na figura IV.1. Essa redução acentuada do nível de reservas em um curto período de tempo despertou a crença de que um ataque especulativo contra o Brasil poderia estar se formando. O que então chegou a ser chamado de “setembro negro” foi um mês de muito nervosismo no mercado financeiro brasileiro. No quinto dia do mês a fuga de capitais já chegara a US\$ 6,8 bilhões e a Bolsa de Valores de São Paulo chegou a uma baixa de 13% (Ibovespa).

A partir desse momento, as autoridades começam a planejar medidas de ajuste para conter a crescente crise que vinham atingindo Brasil.

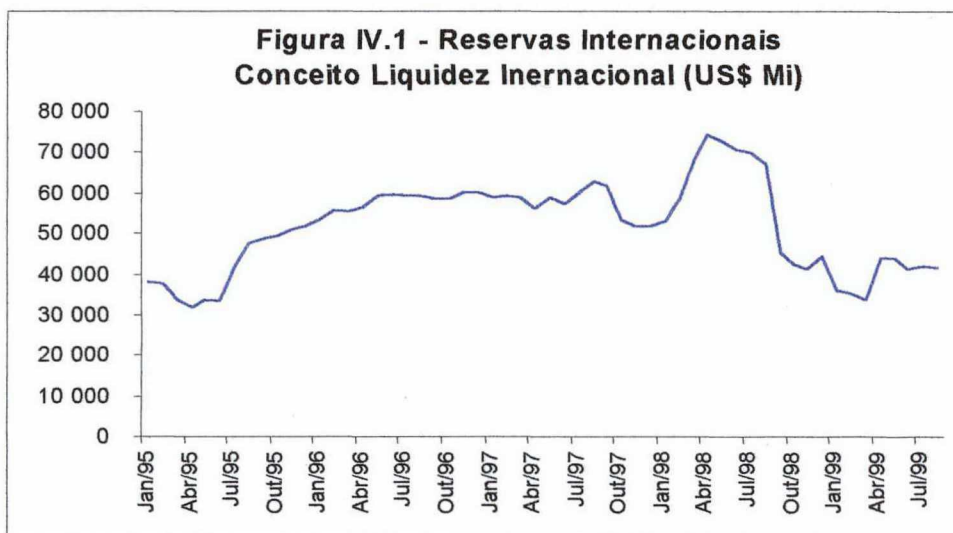


Figura IV.1 – Reservas Internacionais – Conceito Liquidez Internacional

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

IV.2 – O PACOTE DE APOIO EXTERNO

Para que se tentasse reverter a situação brasileira, influenciando os investidores a encerrarem a fuga em massa de capitais e retornasse a investir no país, o Fundo Monetário Internacional (FMI) juntamente com o governo brasileiro, prepararam um pacote de assistência que, através de um *mix* de políticas visava restabelecer a confiança no mercado brasileiro e impedir a continuidade do refluxo de capitais.

²⁴ Conceito liquidez internacional. Este conceito agrega o Caixa disponível no Banco Central menos os

O acordo com o FMI previa uma ajuda para o Brasil no valor de US\$ 41,5 bilhões, quantia essa a ser paga em parcelas pelos organismos e credores envolvidos (FMI, Banco Mundial, EUA e países europeus). Entre os vários itens do acordo, previa-se um limite mínimo de reservas de US\$ 20 bilhões no conceito de liquidez internacional. Além disso, o pacote previa um forte ajuste fiscal, com redução do déficit fiscal brasileiro de 8% do PIB em 1998 para 4,7% em 1999, aumento da CPMF (antigo IPMF) para 0,38%, além do compromisso de realizar mudanças estruturais como a reforma do sistema previdenciário dos servidores do setor público e do setor privado. No tocante à política monetária, o pacote exigia uma maior controle na condução da política monetária restringindo as despesas com juros nominais a 7,3% do PIB ou US\$ 66 bilhões, o que implicava em taxas de juros médias menores em 1999 do que foram em 1998²⁵.

Este conjunto de medidas tinham como objetivo dar continuidade à política econômica que vinha sendo realizada até o presente momento e recuperar a credibilidade do país junto aos investidores internacionais, através da manutenção a qualquer custo do sistema cambial plantado no gradualismo e estabelecer uma trajetória sustentável das contas públicas no longo prazo, pois o acordo exigia a geração de superávits primários e redução nos pagamentos de juros.²⁶

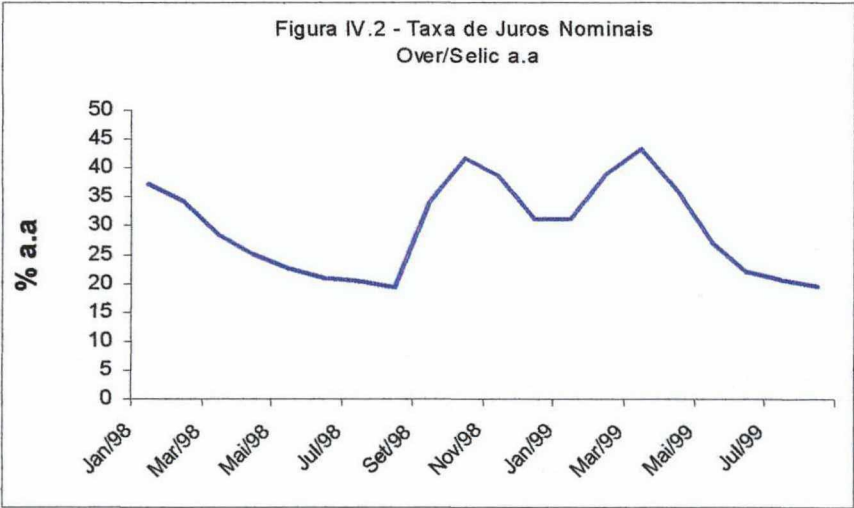


Figura 2 – Taxas de Juros Nominais – Over/selic %a.a.
 Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível na internet em: www.bcb.gov.br.

haveres de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazo.
²⁵ International Monetary Fund. Brazil: technical memorandum of understanding. Dez, 1998.
²⁶ IPEA. Carta de Conjuntura, n.84, nov de 1998.

O anúncio do pacote de ajuda do FMI causou uma leve melhora do ambiente macroeconômico. Observando-se a figura IV.2, pode-se acompanhar o comportamento das taxas de juros no período da crise. Desde o início de 1998 os juros vinham sendo reduzidos sensivelmente, porém a crescente fuga de capitais levou o Banco Central a elevar as taxas de juros para tentar conter a perda de reservas. Na expectativa do anúncio do acordo com o FMI, as taxas de juros começaram a ser reduzidas e as reservas cresceram em torno de 5% entre outubro e dezembro de 1998, refletindo as melhoras no cenário econômico. Além disso, a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso também foi um fator que levou um pouco mais de tranquilidade aos investidores internacionais. Dessa maneira, esperava-se que a assinatura do acordo e a efetivação do ajuste fiscal permitissem a retomada do financiamento externo voluntário e conseqüente estabilização da crise cambial²⁷

Assim, o governo brasileiro, *“com promessas de ajuste fiscal feroz, agora supervisionado pelo FMI, procura garantir aos mercados financeiros a sua capacidade de pagar as despesas adicionais de juros decorrentes da defesa do regime cambial e da sobrevalorização do real”*²⁸

Mesmo com a melhora nos indicadores, era necessária rapidez nas reformas para que o país pudesse cumprir as metas do acordo fechado com o FMI, cuja primeira parcela de US\$9,2 bilhões foi enviada em meados de dezembro.

Nesse mesmo período, o Congresso Nacional não aprovou a reforma da previdência, onde seria implantada a contribuição dos inativos e o aumento da contribuição dos servidores públicos, medidas que teriam grande impacto no ajuste fiscal. Segundo Schwartzman (1999, p.19) a folha de pagamento dos funcionários públicos cresceu R\$8,4 bi, cerca de 22% entre 1994-98, e representava em torno de 1% do PIB, sendo que dessa quantia 45% representava os funcionários inativos.

Além disso, o fraco desempenho das exportações no ano, com queda de 1% entre os meses de novembro de 1997 e 1998, e o aumento do déficit em conta corrente, em torno de US\$ 6 bilhões, ajudaram a aumentar as perspectivas de que o país não conseguiria honrar com seus compromissos externos, gerando novamente um aumento na demanda por dólares. Assim, a pressão externa voltou a preocupar mesmo com a assistência financeira do FMI.

²⁷ IPEA. Carta de Conjuntura, n.84, nov de 1998.

²⁸ Batista Jr, P.N. Folha de São Paulo, 29.10.98.

Por outro lado, o calote da dívida do Estado de Minas Gerais no início de janeiro de 1999 criou um ambiente de desconfiança e aumentou as especulações sobre uma possível desvalorização do Real.

IV.3 – A DESVALORIZAÇÃO

A preocupação em torno da manutenção da política cambial brasileira era observada com apreensão. O câmbio rígido era a base de sustentação da estabilidade econômica que o Brasil adquirira com o Plano Real, e o seu abandono desencadearia uma crise de desconfiança. Conforme coloca Eichengreen (1998, p.40), *o abandono da âncora cambial inevitavelmente causa um choque de credibilidade se o país vem utilizando a âncora como base de um programa de estabilização (...) e para o qual a âncora representava um dos fundamentos da política econômica*". Assim, o governo brasileiro não mediria esforços para manter a estabilidade econômica e cambial.

Porém, o pacote de assistência do FMI pode ter agido no contrário do seu propósito. Como os investidores sempre estão antecipando-se para que possam ganhar mais lucros nas operações, a reação do governo brasileiro e do FMI pode ter fornecido mais tempo para redução da exposição ao país. Os críticos das operações de assistência do FMI, como coloca Sachs (1999), argumentam que o FMI agira rapidamente em função das pressões dos grandes bancos americanos, emprestando ao Brasil reservas que seriam utilizadas para o pagamento dos próprios investidores estrangeiros, deixando o ônus do pagamento dos juros para o contribuinte brasileiro, que teria que amargar diminuição nos gastos sociais e aumento de impostos.

Além disso, o acordo ao estipular uma margem mínima de reservas (US\$ 20 bilhões) reduziu significativamente o raio de manobra do Banco Central na defesa da moeda, pois nesse momento elas encontravam-se em torno de US\$ 40 bilhões.²⁹ Assim, o conhecimento de que o país estava preparando-se para a defesa da moeda pode gerar uma situação de desvio moral por parte do governo brasileiro, criando um clima propício para que ocorra um ataque especulativo que leve à uma crise cambial.

A perda de reservas acentuou-se no início de janeiro em torno de US\$ 1 bilhão/dia, um dado significativo que levava a crer que a moeda seria desvalorizada. Os custos de se manter a política cambial estavam tornando-se altos demais, e um aumento

²⁹ Averbud e Giambiagi, 2000, p.16

nas taxas de juros não teriam mais a mesma influência pois nesse momento os investidores já estavam se tornando indiferentes ao diferencial de juros. “*Ante essa evolução pessimista na percepção dos investidores internacionais, estão mudando os termos do problema. A questão não é como viabilizar (...) o gradualismo, mas sim como preparar a saída das bandas para o regime de livre flutuação*”³⁰.

Assim, em meio as incertezas quanto o futuro do regime cambial, é anunciada a mudança na presidência do Banco Central na tentativa de reverter a situação. Francisco Lopes substitui Gustavo Franco e anuncia uma modificação no sistema das bandas cambiais, criando a chamada “banda diagonal endógena”. As minibandas foram extintas, e a nova banda agora tem uma margem maior de flutuação, com piso de R\$1,20/US\$ e teto de R\$1,32/US\$, e com um sistema que recalcularia modificações no teto e no piso a cada três dias.³¹

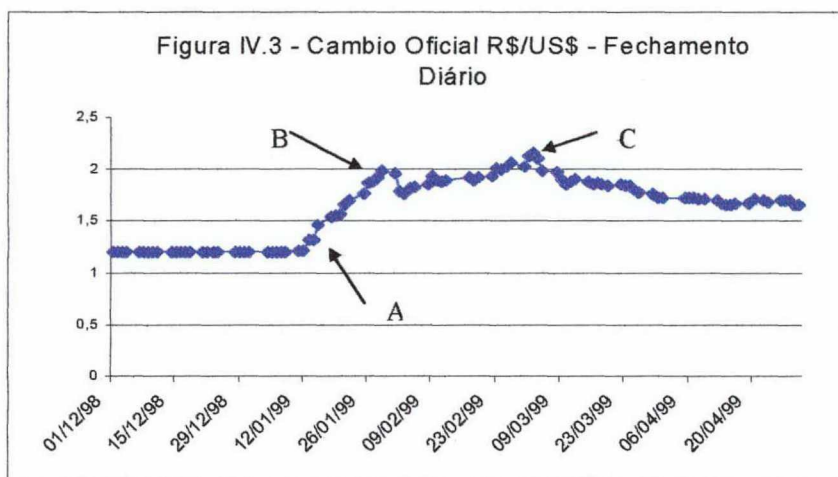


Figura IV 3 – Taxa de Câmbio Nominal R\$/US\$

Fonte: ECONOMÁTICA SOFTWARE. Disponível na internet em: www.economatica.com.

Entretanto, essa mudança na direção do Banco Central não teve efeitos para conter a contínua fuga de capitais, e por outro lado, pode ter sinalizado uma mudança ainda maior no regime cambial. Aliado a isso, a falta de progresso fiscal e as pressões para que a taxa de câmbio fosse corrigida fizeram com que o novo sistema de bandas durasse apenas 48 horas. A pressão no mercado de câmbio logo levou a cotação do dólar ao teto da nova banda, e afim de se evitar que a situação se deteriorasse ainda mais o Banco Central decide, no dia 15 de janeiro de 1999, a não intervir mais no mercado de câmbio. A partir dessa data a cotação seria determinada pelo mercado interbancário,

³⁰ Campos, R. FSP, 17.01.2000.

³¹ Banco Central do Brasil. Resolução n.6560 de 13.01.1999

com o Banco Central intervindo no mercado de câmbio ocasionalmente e de forma limitada.³² Assim, o comportamento da taxa de câmbio então passa a ser definida pelo mercado, ao contrário do que acontecia anteriormente quando o Banco Central mantinha sua política de desvalorizações graduais ao longo das minibandas.

Observando-se a figura IV.3, pode-se verificar o comportamento da taxa de câmbio nominal durante o período da crise. Nos dias 13 e 14 de janeiro, quando o sistema de bandas "transversal endógena" esta em vigor (ponto A), percebe-se como rapidamente a cotação saltou do patamar anterior para o teto da banda. Após dia 15 de janeiro, quando foi instituído o sistema de flutuação a taxa de câmbio disparou, no processo conhecido como *overshooting*³³. A cotação do real chegou a R\$ 1,96/US\$ no final de janeiro (ponto B), uma desvalorização de 61% em relação à cotação de R\$ 1,21/US\$ do dia 12 de janeiro. A partir daí a cotação ficou instável até atingir um máximo R\$ 2,16/US\$ no dia 3 de março (ponto C), e após esse dia, a taxa de câmbio começou a cair em função da adaptação dos efeitos da desvalorização sobre a economia e dos ajustes nas expectativas dos investidores.

³² Banco Central do Brasil. Resolução n.6563, de 15.01.1999 e n.6565 de 18.01.1999

³³ Segundo Dornbusch (1994, p.899), em resposta a um distúrbio, nesse caso a desvalorização, a taxa de câmbio move-se para além do equilíbrio para que depois gradualmente retorne para sua posição de equilíbrio de longo prazo.

V – CONCLUSÃO

Indiscutivelmente, o Plano Real trouxe vários benefícios à economia brasileira. A queda da inflação foi a principal delas. Porém, as políticas que se sucederam para manter a estabilidade acabaram sendo a principal causa para a crise cambial de janeiro de 1999.

A política de juros altos para que se mantivesse um elevado nível de reservas, através da atração de capitais internacionais, teve efeitos negativos à economia brasileira. Embora com o Plano Real a inflação tenha caído dos patamares superelevados que caracterizavam a economia brasileira na década de 80 e no início de 90, o crescimento da economia ficou estancado pelos altos juros e pelo câmbio valorizado.

Em função do sucesso político, o regime cambial foi mantido durante todos esses anos, gerando vários desequilíbrios macroeconômicos, como foi mostrado no capítulo III, que poderiam ter sido impedidos caso o encaminhamento da política cambial tivesse sido diferente durante o Plano Real.

Ao analisarmos a crise brasileira sob a ótica dos modelos de ataques especulativos, veremos que esta tem características comuns aos três modelos, não podendo ser totalmente analisada por uma única geração de modelos apenas.

De acordo com os modelos de primeira geração, proposto inicialmente por Krugmann (1979), os desequilíbrios macroeconômicos da economia brasileira tiveram forte influência no ataque especulativo. A trajetória explosiva da dívida pública e os crescentes déficits em conta corrente já evidenciavam a muito tempo que o regime cambial necessitava ser modificado pelo governo.

Devido a grande demora nas mudanças estruturais, os mercados anteciparam a atuação do Banco Central a começaram o ataque especulativo ao Brasil, a *bola da vez*, em setembro de 1998, e o nível de reservas começou a cair. Após o acordo com o FMI, com demonstrações que o governo brasileiro iria diminuir seu déficit fiscal, o ataque estagnou. Porém, os indicadores macroeconômicos continuaram a se deteriorar, sucedendo-se o ataque especulativo e a moeda foi desvalorizada.

Além disso, pode-se fazer uma ligação entre a taxa de flutuação sombreada e a taxa de câmbio nominal antes e depois da desvalorização. Embora o câmbio fosse artificialmente mantido em torno de R\$/US\$1,17, logo após a desvalorização atingiu cerca de R\$/US\$ 2,00. Assim sendo, conforme os fundamentos do mercado, a taxa de câmbio brasileira estava efetivamente muito sobrevalorizada.

A crise brasileira tem ligação com os modelos de primeira geração, pois a principal causa da desvalorização do Real foram as políticas insustentáveis no longo prazo. Os juros altos, a valorização acentuada do câmbio, déficits em conta corrente e aumento da dívida pública, foram ingredientes que levaram a deterioração do cenário econômica no longo prazo e sugeriram a insustentabilidade dessa política.

Os modelos de segunda geração também tem entre suas características elementos em comum com a crise brasileira. Conforme o modelo, um Banco Central que tem como único motivo para flutuar a sua moeda a escassez de reservas, pode utilizar-se de outros mecanismos para evitar o colapso do sistema.

E foi assim que agiu o Banco Central brasileiro, ao realizar o acordo com o FMI e conseguir capital que ficaria disponível sob a forma de reservas internacionais, demonstrando uma atitude ativa, ao contrário dos modelos de primeira geração.

Porém, outro fato deve ser levado em consideração se tratando dos modelos de segunda geração. A tensão criada entre a manutenção do câmbio rígido e a flutuação cambial chegaram a um impasse. O governo estava diante um dilema: ou mantinha o câmbio fixo e continuava a impor à sociedade taxas de juros altíssimas, desemprego e uma recessão iminente, ou então modificava a sua política cambial e corria os riscos de retorno da inflação, que conforme demonstrado foi o principal ganho político e econômico durante o Plano Real.

Posto este dilema, sucedeu-se que as expectativas dos investidores já eram positivas a mudança cambial, tendo em vista a redução acentuada do nível de reservas. Sendo assim, ainda tenta-se modificar levemente a política cambial através do sistema de banda transversal endógena, para se evitar que o impacto sobre a inflação fosse muito forte. Porém, conforme explicado no capítulo anterior, o novo sistema teve somente dois dias de duração.

Assim, o ataque especulativo ao Brasil teve algumas características de uma profecia *auto-realizável*, pois a manutenção do antigo regime cambial poderia ter sido mantida caso o ataque tivesse cessado já na assinatura do acordo com o FMI.

A crise brasileira apresentou também aspectos inerentes aos modelos recentes. Algumas de suas características puderam ser muito bem observadas durante o ataque especulativo do real.

A existência de imperfeições no mercado e a não racionalidade dos investidores são aspectos que devem ser levados em consideração na análise da crise brasileira. Em primeiro lugar, a hipótese de desvio moral deve ser considerada em função do empréstimo

realizado pelo Brasil junto ao FMI. Em meio a uma crise, estes recursos poderiam ser utilizados para se manter a política vigente, ao invés de servirem como uma margem de segurança para a implantação de novas medidas.

Além disso, a crise brasileira ocorreu logo após a crise russa. Assim sendo, houve sim contágio da crise russa para a brasileira. Através do aumento do prêmio de risco, demonstrado pela elevação da taxa de juros, o governo brasileiro tentou evitar que os impactos da crise russa atingisse mais gravemente o Brasil. O busca por liquidez pelos agentes também foi uma das formas de contaminação da crise russa para a brasileira. Corriam na imprensa informações que vários bancos internacionais haviam perdido muito dinheiro com a crise russa e o ataque especulativo ao Brasil seria uma das maneiras de recompor as suas perdas. Assim, o *comportamento de manada* dos investidores esteve presente durante a crise brasileira a partir do momento em que grandes investidores passaram a apostar contra a moeda brasileira, que passou a ser a “bola da vez”.

A criação da armadilha política que dava sustentação ao Plano Real e a estabilidade foi a grande adversária do crescimento de longo prazo da economia brasileira. A descontinuidade desse processo, através da desvalorização do Real em janeiro de 1999 trouxe novas perspectivas para a economia brasileira.

Os impactos da desvalorização sobre a inflação foram muito baixos, e as perspectivas de ajuste da economia se tornaram muito mais otimistas para os anos subsequentes, principalmente para a recuperação do saldo positivo na balança comercial.

Em relação aos modelos de ataque especulativo, a crise brasileira parece como uma mistura de características de todos os modelos. Tem características de primeira, segunda e terceira geração, podendo-se concluir que para se realizar uma análise através dos modelos de ataques especulativos, o pesquisador deve utilizar-se de todos pois a utilização de somente uma geração de modelos pode acabar prejudicando a pesquisa.

Entretanto, isso não impede que novas modelagens sejam realizadas e que outros estudos sejam feitos acerca deste tema. A abordagem das crises cambiais através de ferramentas matemáticas e econométricas tem sido cada vez mais utilizadas na teoria, e os exemplos empíricos estão cada vez mais frequentes tendo em vista o aumento contínuo dos fluxos de capitais e da atual instabilidade do capitalismo mundial.

VI – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGENOR, Pierre-Richard , BHANDARI, Jagdeep S. , FLOOD, Robert P. *Speculative attacks and models of balance-of-payments crises*. Disponível na internet.
<http://www.nber.org> .
- AGENOR, Pierre-Richard e FLOOD, Robert P. *Macroeconomia policy, speculative attacks and balance of payment crises*. In VAN DER PLOEG, Frederick (Org). *The handbook of international macroeconomics*. Cambridge: Blakwell , Reino Unido, 1994.
- AVERBURG, A. GIAMBIAGI, F. A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências. *Textos para discussão IPEA*, n.77, maio de 2000.
- BACHA, Edmar L. *O plano real: uma avaliação*. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). *O Brasil pós-real: a política econômica em debate*. Campinas, SP : UNICAMP, p.11-69, 1998.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL . Boletim do Banco Central, várias edições.
<http://www.bcb.gov.br>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL . Normativos do Banco Central <http://www.bcb.gov.br>
- BAUMANN, Renato e MUSSI, Carlos. Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real. *CEPAL - Serie temas de coyuntura*, n.5, Chile, setembro de 1999. Disponível na internet: www.cepal.org
- BATISTA JR, P. N. Folha de São Paulo, 29.10.1998
- BEVILAQUA, Afonso S. e GARCIA, Marcio G.P. *Debt Management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, nov. 1999. Disponível na internet: www.nber.org
- CALCAGNO, Alfredo e SAINZ, Pedro. La economía brasileña ante el Plano Real y su crisis. *CEPAL - Serie temas de coyuntura*, n.4, Chile, julho de 1999. Disponível na internet: www.cepal.org
- CAMPOS, R. A despersonalização do câmbio. *Folha de São Paulo*, p.1-3, 17 de janeiro de 1999.
- CARDOSO, E. HELWEGE, A. *Currency crises in the 1990s: the case of Brazil*. Disponível na internet: <http://www.nber.org>

- CHOUERI, Nada. A model of contagious currency crises with application to Argentina. *IMF Working Paper*, mar.1999. Disponível na internet: www.imf.org
- CORSETI, G. e PESENTI, P. e ROUBINI, N. What caused the Asian Currency and Financial Crisis? *NBER Working Paper n.º 6834*. Dez. 1998. Disponível na internet: www.nber.org
- CURADO, Marcelo L. PORCILE, Gabriel. Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial. *Anais do III ANPEC-Sul*, Porto Alegre, setembro de 2000. CD-ROM
- DELFIN NETTO, Antonio. *O Plano Real e a armadilha do crescimento econômico*. In: MERCADANTE, Aloízio (org.). *O Brasil pós-real: a política econômica em debate*. Campinas, SP : UNICAMP, p.89-100, 1998.
- DORNBUSCH, R. FISCHER, S. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books, 2 ed, 1994.
- EINCHENGREEN, B. Como sair da ancora cambial sem precipitar uma crise. *Ensaio sobre R. Kafka*, FGV, p.34-56, Rio de Janeiro, 1998.
- FLOOD, Robert P. e GARBER, Peter M. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, n.17, p.1-13, ago. 1984.
- FLOOD, Robert P. , MARION, Nancy P. Speculative attacks: fundamentals and self-fulfilling prophecies. *National Bureau of Economic Research Working Papers* , n.5789, out. 1996. Disponível na internet: papers.nber.org/papers/wp5789.pdf
- FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL. Brazil: technical memorandum of understanding. <http://www.imf.org/external/np/lol/120898.htm>
- FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL Liberalizing Capital Movements: some analytical issues. *IMF Economic Issues n.º 17*, fev.1999. disponível na internet: www.imf.org
- IBRE. Tres anos de Real. *Conjuntura Econômica*, p.3-5, julho de 1997.
- INSTITUTO DE PESQUISA E ECONOMIA APLICADA (IPEA). Boletim Conjuntural n.44, jan. de 1999.
- _____. Carta de Conjuntura, n. 85, dez. de 1999.
- _____. Carta de Conjuntura, n. 84, out. de 1999.
- KRUGMAN, Paul. A model of balance of payment crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, n.11, p.311-325, ago. 1979.
- KRUGMAN, Paul. *Currency crises*. Mimeo. 1997 Disponível na internet: web.mit.edu/krugman/www/crises.html
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Plano de Ação Imediata, 1993. Disponível na internet: www.fazenda.gov.br

- OBSTFELD, Maurice. The logic of currency crises. *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n.43, p.189-213, 1994.
- _____, _____. Models of currency crises with self-fulfilling features. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n.5285, out. 1995. Disponível na internet: papers.nber.org/papers/wp5285.pdf
- SACHS, J. O desastre do trem financeiro brasileiro. *Folha de São Paulo*, p.2-2, 22 de janeiro de 1999.
- SCHWARTSMAN, Alexandre. A crise cambial e o ajuste fiscal. *Revista Brasileira de Economia Política*, vol.19, n.1, p.5-29, jan-mar 1999.
- SAMUELSON, P. *Introdução à análise econômica*. Tradução de Luiz Carlos do Nascimento. McGraw-Hill: Rio de Janeiro, vol. 1, 8 ed., 1975.

ANEXOS

Câmbio Oficial R\$/US\$ - Fechamento Diário

Fonte: Economatica Software

03/08/98	1,1643	08/10/98	1,1846	16/12/98	1,2053	24/02/99	2,0033
04/08/98	1,1659	09/10/98	1,1867	17/12/98	1,2065	25/02/99	2,0351
05/08/98	1,1671	13/10/98	1,1877	18/12/98	1,2068	26/02/99	2,0648
06/08/98	1,1681	14/10/98	1,1888	21/12/98	1,2069	01/03/99	2,0284
07/08/98	1,1683	15/10/98	1,1886	22/12/98	1,2074	02/03/99	2,1308
10/08/98	1,1692	16/10/98	1,1886	23/12/98	1,2078	03/03/99	2,1647
11/08/98	1,1689	19/10/98	1,1899	24/12/98	1,2079	04/03/99	2,1022
12/08/98	1,17	20/10/98	1,1896	28/12/98	1,2084	05/03/99	1,9934
13/08/98	1,1716	21/10/98	1,1899	29/12/98	1,2084	08/03/99	1,9708
14/08/98	1,1716	22/10/98	1,1905	30/12/98	1,2083	09/03/99	1,9056
17/08/98	1,173	23/10/98	1,1911	31/12/98	1,2087	10/03/99	1,8631
18/08/98	1,1739	26/10/98	1,1913	04/01/99	1,2078	11/03/99	1,8784
19/08/98	1,1742	27/10/98	1,1922	05/01/99	1,2085	12/03/99	1,9051
20/08/98	1,1738	28/10/98	1,1924	06/01/99	1,2096	15/03/99	1,8825
21/08/98	1,1753	29/10/98	1,1922	07/01/99	1,2101	16/03/99	1,8521
24/08/98	1,175	30/10/98	1,1932	08/01/99	1,2104	17/03/99	1,8777
25/08/98	1,1747	03/11/98	1,1929	11/01/99	1,2109	18/03/99	1,8596
26/08/98	1,1728	04/11/98	1,1916	12/01/99	1,2114	19/03/99	1,8507
27/08/98	1,1753	05/11/98	1,1905	13/01/99	1,3193	22/03/99	1,8615
28/08/98	1,1763	06/11/98	1,1884	14/01/99	1,3194	23/03/99	1,8516
31/08/98	1,1769	09/11/98	1,1899	15/01/99	1,4659	24/03/99	1,8428
01/09/98	1,1772	10/11/98	1,1911	18/01/99	1,5384	25/03/99	1,81
02/09/98	1,1774	11/11/98	1,1908	19/01/99	1,558	26/03/99	1,775
03/09/98	1,178	12/11/98	1,1913	20/01/99	1,5735	29/03/99	1,7655
04/09/98	1,1784	13/11/98	1,1915	21/01/99	1,6602	30/03/99	1,7334
08/09/98	1,1769	16/11/98	1,1909	22/01/99	1,7049	31/03/99	1,722
09/09/98	1,1792	17/11/98	1,1909	25/01/99	1,7606	05/04/99	1,7251
10/09/98	1,1794	18/11/98	1,1913	26/01/99	1,877	06/04/99	1,7314
11/09/98	1,1793	19/11/98	1,1932	27/01/99	1,8886	07/04/99	1,7295
14/09/98	1,1803	20/11/98	1,195	28/01/99	1,9206	08/04/99	1,7206
15/09/98	1,1798	23/11/98	1,1974	29/01/99	1,9832	09/04/99	1,709
16/09/98	1,1796	24/11/98	1,1978	01/02/99	1,9638	12/04/99	1,7054
17/09/98	1,1801	25/11/98	1,1982	02/02/99	1,798	13/04/99	1,672
18/09/98	1,1808	26/11/98	1,1992	03/02/99	1,7709	14/04/99	1,6575
21/09/98	1,1816	27/11/98	1,2003	04/02/99	1,814	15/04/99	1,6688
22/09/98	1,183	30/11/98	1,2012	05/02/99	1,8317	16/04/99	1,67
23/09/98	1,1838	01/12/98	1,2016	08/02/99	1,8609	19/04/99	1,6721
24/09/98	1,1835	02/12/98	1,2013	09/02/99	1,9333	20/04/99	1,7101
25/09/98	1,1848	03/12/98	1,2023	10/02/99	1,8953	22/04/99	1,7014
28/09/98	1,1849	04/12/98	1,2026	11/02/99	1,8868	23/04/99	1,6851
29/09/98	1,185	07/12/98	1,2029	12/02/99	1,8984	26/04/99	1,6978
30/09/98	1,1856	08/12/98	1,2035	17/02/99	1,9179	27/04/99	1,7069
01/10/98	1,1807	09/12/98	1,2037	18/02/99	1,9029	28/04/99	1,6963
02/10/98	1,1837	10/12/98	1,2034	19/02/99	1,9208	29/04/99	1,6676
05/10/98	1,186	11/12/98	1,204	22/02/99	1,9356	30/04/99	1,6607
06/10/98	1,1849	14/12/98	1,2048	23/02/99	2,0128		
07/10/98	1,1831	15/12/98	1,2052				

Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna – Variação do Índice
Fonte: Banco Central do Brasil

Data	(%)
Jan/94	42,2
Fev/94	42,57742
Mar/94	44,82531
Abr/94	42,45714
Mai/94	40,95092
Jun/94	46,577
Jul/94	5,47
Ago/94	3,340161
Set/94	1,549
Out/94	2,554432
Nov/94	2,474482
Dez/94	0,566904
Jan/95	1,360354
Fev/95	1,152732
Mar/95	1,813902
Abr/95	2,301959
Mai/95	0,39873
Jun/95	2,623598
Jul/95	2,238123
Ago/95	1,288794
Set/95	-1,08105
Out/95	0,226508

Nov/95	1,327109
Dez/95	0,814001
Jan/96	1,79
Fev/96	0,762379
Mar/96	0,216853
Abr/96	0,696534
Mai/96	1,683018
Jun/96	1,222475
Jul/96	1,092655
Ago/96	0,003769
Set/96	0,128129
Out/96	0,219798
Nov/96	0,282407
Dez/96	0,877791
Jan/97	1,577709
Fev/97	0,42101
Mar/97	1,164568
Abr/97	0,587812
Mai/97	0,301845
Jun/97	0,697431
Jul/97	0,087106
Ago/97	-0,04387
Set/97	-0,11822

Out/97	0,344434
Nov/97	1,542514
Dez/97	0,691377
Jan/98	0,879356
Fev/98	0,019858
Mar/98	0,233455
Abr/98	-0,13456
Mai/98	0,227753
Jun/98	0,277732
Jul/98	-0,37632
Ago/98	-0,1735
Set/98	-0,02258
Out/98	-0,03285
Nov/98	-0,20402
Dez/98	1,69
Jan/99	1,5
Fev/99	4,44
Mar/99	1,98
Abr/99	0,03
Mai/99	-0,34
Jun/99	1,02

Salário Real – Deflacionado pelo IPC-FIPE
(Base 89=100) – Fonte: Banco Central do Brasil

Dez/94	118,66
Jan/95	127,78
Fev/95	128,31
Mar/95	126,96
Abr/95	129,32
Mai/95	129,97
Jun/95	129,48
Jul/95	126,68
Ago/95	129,89
Set/95	128,11
Out/95	129,42
Nov/95	129,49
Dez/95	132,94
Jan/96	134,77
Fev/96	137,42

Mar/96	133,45
Abr/96	133,98
Mai/96	132,71
Jun/96	133,10
Jul/96	134,92
Ago/96	138,12
Set/96	140,71
Out/96	141,37
Nov/96	135,04
Dez/96	136,80
Jan/97	143,59
Fev/97	144,02
Mar/97	142,82
Abr/97	144,36
Mai/97	146,56

Jun/97	145,80
Jul/97	146,96
Ago/97	149,10
Set/97	150,56
Out/97	150,71
Nov/97	148,48
Dez/97	148,13
Jan/98	147,86
Fev/98	148,91
Mar/98	150,56
Abr/98	149,35
Mai/98	150,98
Jun/98	152,19
Jul/98	154,97

Dívida Pública Total – R\$ mi
Fonte: Banco Central do Brasil

Ago/94	60398,83
Set/94	62493,52
Out/94	65135,96
Nov/94	64561,12
Dez/94	61782,25
Jan/95	63396,29
Fev/95	65052,85
Mar/95	65272,77
Abr/95	68388
Mai/95	68907
Jun/95	69503
Jul/95	82233
Ago/95	92300
Set/95	98478
Out/95	103213
Nov/95	109213
Dez/95	108486
Jan/96	116649,2
Fev/96	127340
Mar/96	133585,1

Abr/96	137987,4
Mai/96	151236,4
Jun/96	154263
Jul/96	160432,4
Ago/96	163235,5
Set/96	162507,3
Out/96	169270
Nov/96	175175,8
Dez/96	176211
Jan/97	179589,8
Fev/97	181092,9
Mar/97	187063,8
Abr/97	189560,3
Mai/97	193168,9
Jun/97	194948
Jul/97	197793,5
Ago/97	203205,6
Set/97	210048
Out/97	210409,8
Nov/97	208353,4

Dez/97	255508,7
Jan/98	266073,9
Fev/98	271449,9
Mar/98	287814
Abr/98	290893
Mai/98	294260
Jun/98	297002
Jul/98	304 873
Ago/98	302 278
Set/98	292 729
Out/98	314 325
Nov/98	319 927
Dez/98	323 860
Jan/99	364 478
Fev/99	379 522
Mar/99	365 649
Abr/99	365 297
Mai/99	372 975
Jun/99	383 133

Taxas de Juros Nominal e Real (Over/Selic)
Fonte: Banco Central do Brasil

Data	% a.m	%a.a
Jul-94	6,9	122,0
Ago-94	4,2	63,3
Set-94	3,8	57,1
Out-94	3,6	53,3
Nov-94	4,1	61,4
Dez-94	3,8	56,4
Jan-95	3,4	48,9
Fev-95	3,3	46,8
Mar-95	4,3	65,0
Abr-95	4,3	64,9
Mai-95	4,2	64,7
Jun-95	4,0	60,8
Jul-95	4,0	60,5
Ago-95	3,8	57,2
Set-95	3,3	48,1
Out-95	3,1	44,1
Nov-95	2,9	40,5
Dez-95	2,8	38,9
Jan-96	2,58	35,70
Fev-96	2,35	32,17

Mar-96	2,22	30,16
Abr-96	2,07	27,84
Mai-96	2,01	27,01
Jun-96	1,98	26,49
Jul-96	1,93	25,76
Ago-96	1,97	26,35
Set-96	1,90	25,40
Out-96	1,86	24,74
Nov-96	1,80	23,93
Dez-96	1,80	23,94
Jan-97	1,73	22,88
Fev-97	1,67	22,02
Mar-97	1,64	21,58
Abr-97	1,66	21,84
Mai-97	1,58	20,76
Jun-97	1,61	21,08
Jul-97	1,60	21,04
Ago-97	1,59	20,78
Set-97	1,59	20,84
Out-97	1,67	22,02
Nov-97	3,04	43,30

Dez-97	2,97	42,04
Jan-98	2,67	37,19
Fev-98	2,13	34,32
Mar-98	2,20	28,32
Abr-98	1,71	25,16
Mai-98	1,63	22,60
Jun-98	1,60	21,02
Jul-98	1,70	20,33
Ago-98	1,48	19,23
Set-98	2,49	34,29
Out-98	2,94	41,58
Nov-98	2,63	38,73
Dez-98	2,4	31,24
Jan-99	2,18	31,19
Fev-99	2,38	38,97
Mar-99	3,33	43,25
Abr-99	2,35	36,12
Mai-99	2,02	27,11
Jun-99	1,67	22,01
Jul-99	1,66	20,74

Balança Comercial – US\$ mi
Fonte: Banco Central do Brasil

Período	Exportações			Importações			Saldo		
	Mensal	Acum.	12 Meses	Mensal	Acum.	12 Meses	Mensal	Acum.	12 Meses
Jan-95	2 980	2 980	43 778	3 284	3 284	34 594	- 304	- 304	9 184
Fev-95	2 952	5 932	43 952	4 013	7 297	36 577	-1 061	-1 365	7 375
Mar-95	3 799	9 731	44 400	4 721	12 018	39 049	- 922	-2 287	5 351
Abr-95	3 394	13 125	44 159	3 864	15 882	40 761	- 470	-2 757	3 398
Mai-95	4 205	17 330	44 502	4 897	20 779	43 033	- 692	-3 449	1 469
Jun-95	4 119	21 449	44 893	4 897	25 676	45 431	- 778	-4 227	- 538
Jul-95	4 004	25 453	45 159	4 003	29 679	46 920	1	-4 226	-1 761
Ago-95	4 558	30 011	45 435	4 461	34 140	48 605	97	-4 129	-3 170
Set-95	4 167	34 178	45 440	3 687	37 827	49 651	480	-3 649	-4 211
Out-95	4 405	38 583	46 002	4 076	41 903	50 541	329	-3 320	-4 539
Nov-95	4 048	42 631	46 344	4 137	46 040	50 563	- 89	-3 409	-4 219
Dez-95	3 875	46 506	46 506	3 932	49 972	49 972	- 57	-3 466	-3 466
Jan-96	3 473	3 473	46 999	3 440	3 440	50 128	33	33	-3 129
Fev-96	3 405	6 878	47 452	3 434	6 874	49 549	- 29	4	-2 097
Mar-96	3 408	10 286	47 061	3 873	10 747	48 701	- 465	- 461	-1 640
Abr-96	4 271	14 557	47 938	4 073	14 820	48 910	198	- 263	- 972
Mai-96	4 506	19 063	48 239	4 237	19 057	48 250	269	6	- 11
Jun-96	3 840	22 903	47 960	4 167	23 224	47 520	- 327	- 321	440
Jul-96	4 459	27 362	48 415	4 793	28 017	48 310	- 334	- 655	105
Ago-96	4 381	31 743	48 238	4 672	32 689	48 521	- 291	- 946	- 283
Set-96	4 115	35 858	48 186	4 770	37 459	49 604	- 655	-1 601	-1 418
Out-96	4 188	40 046	47 969	5 496	42 955	51 024	-1 308	-2 909	-3 055
Nov-96	3 912	43 958	47 832	4 765	47 720	51 652	- 853	-3 762	-3 820
Dez-96	3 789	47 747	47 747	5 576	53 296	53 296	-1 787	-5 549	-5 549
Jan-97	3 684	3 684	47 958	4 082	4 082	53 938	- 398	- 398	-5 980
Fev-97	3 146	6 830	47 699	4 761	8 843	55 265	-1 615	-2 013	-7 566
Mar-97	3 826	10 656	48 117	4 844	13 687	56 236	-1 018	-3 031	-8 119
Abr-97	4 629	15 285	48 475	5 572	19 259	57 735	- 943	-3 974	-9 260
Mai-97	4 658	19 943	48 627	4 927	24 186	58 425	- 269	-4 243	-9 798
Jun-97	4 843	24 786	49 630	5 307	29 493	59 565	- 464	-4 707	-9 935
Jul-97	5 238	30 024	50 409	6 045	35 538	60 817	- 807	-5 514	-10 408
Ago-97	5 073	35 097	51 101	5 391	40 929	61 536	- 318	-5 832	-10 435
Set-97	4 588	39 689	51 578	5 658	45 467	61 304	-1 070	-5 778	-9 726
Out-97	4 793	44 482	52 183	5 556	51 023	61 364	- 763	-6 541	-9 181
Nov-97	3 974	48 456	52 245	5 090	56 113	61 689	-1 116	-7 657	-9 444
Dez-97	4 534	52 990	52 990	5 241	61 354	61 354	- 707	-8 364	-8 364
Jan-98	3 914	3 914	53 219	4 640	4 640	61 966	- 726	- 726	-8 747
Fev-98	3 715	7 629	53 788	3 936	8 576	61 562	- 221	- 947	-7 774
Mar-98	4 273	11 902	54 235	5 168	13 744	62 002	- 895	-1 842	-7 767
Abr-98	4 571	16 473	54 177	4 629	18 373	61 097	- 58	-1 900	-6 920
Mai-98	4 609	21 082	54 128	4 734	23 107	61 109	- 125	-2 025	-6 981
Jun-98	4 886	25 968	54 170	4 701	27 808	60 602	185	-1 840	-6 432
Jul-98	4 970	30 938	53 901	5 393	33 201	60 212	- 423	-2 263	-6 311
Ago-98	3 985	34 923	52 812	4 154	37 355	58 997	- 169	-2 432	-6 185
Set-98	4 537	39 460	52 761	5 723	43 078	59 284	-1 186	-3 618	-6 523
Out-98	4 014	43 474	51 982	5 455	48 533	59 095	-1 441	-5 059	-7 113
Nov-98	3 702	47 176	51 710	4 727	53 260	58 559	-1 025	-6 084	-6 849
Dez-98	3 944	51 120	51 120	4 451	57 711	57 711	- 507	-6 591	-6 591
Jan-99	2 946	2 946	50 152	3 646	3 646	56 717	- 700	- 700	-6 565
Fev-99	3 267	6 213	49 704	3 164	6 810	55 945	103	- 597	-6 241
Mar-99	3 829	10 042	49 260	4 052	10 862	54 829	- 223	- 820	-5 569

Abr-99	3 705	13 747	48 394	3 669	14 531	53 869	36	- 784	-5 475
Mai-99	4 386	18 133	48 171	4 074	18 605	53 209	312	- 472	-5 038
Jun-99	4 313	22 446	47 598	4 457	23 062	52 965	- 144	- 616	-5 367
Jul-99	4 117	26 563	46 745	4 023	27 085	51 595	94	- 522	-4 850

Reservas Internacionais – Conceito Liquidez Internacional(US\$ mi)
Fonte: Banco Central do Brasil

Jan-95	38 278
Fev-95	37 998
Mar-95	33 742
Abr-95	31 887
Mai-95	33 731
Jun-95	33 512
Jul-95	41 823
Ago-95	47 660
Set-95	48 713
Out-95	49 694
Nov-95	51 257
Dez-95	51 840
Jan-96	53 540
Fev-96	55 794
Mar-96	55 753
Abr-96	56 769
Mai-96	59 394
Jun-96	59 997
Jul-96	59 521
Ago-96	59 643
Set-96	58 775
Out-96	58 600
Nov-96	60 471
Dez-96	60 110
Jan-97	58 951
Fev-97	59 405
Mar-97	58 980
Abr-97	56 171
Mai-97	59 279

Jun-97	57 615
Jul-97	60 331
Ago-97	63 056
Set-97	61 931
Out-97	53 690
Nov-97	52 035
Dez-97	52 173
Jan-98	53 103
Fev-98	58 782
Mar-98	68 594
Abr-98	74 656
Mai-98	72 826
Jun-98	70 898
Jul-98	70 210
Ago-98	67 333
Set-98	45 811
Out-98	42 385
Nov-98	41 189
Dez-98	44 556
Jan-99	36 136
Fev-99	35 457
Mar-99	33 848
Abr-99	44 315
Mai-99	44 310
Jun-99	41 346
Jul-99	42 156
Ago-99	41 918

• RESOLUCAO BACEN N. 002087

Fixa a taxa de cambio a ser praticada pelo Banco Central do Brasil

BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei n. 4.595, de 01.12.64, torna publico que o Presidente do CONSELHO MONETARIO NACIONAL, por ato de 30.06.94, com base no art. 8., paragrafo 1., da Medida provisoria n. 542, de 30.06.94, "ad referendum" daquele Conselho, e tendo em vista o disposto no art. 4., incisos V e XXXI, da referida Lei n. 4.595,

R E S O L V E U:

Art. 1. O Banco Central do Brasil operara com o dolar dos Estados Unidos, para liquidacao no segundo dia util seguinte, no segmento de cambio de taxas livres, a taxa de cambio de venda de R\$1,00 (um Real)

paragrafo 1. O disposto no "caput" deste artigo vigorara por prazo indeterminado com inicio em 01.07.94.

paragrafo 2. O Banco Central do Brasil podera

I - comprar e vender outras moedas observado o disposto no "caput" deste artigo e as correlacoes paritarias vigentes mercado internacional

II - realizar operacoes de cambio no mercado interbancario para liquidacao em prazos diferentes do estabelecido no "caput" deste artigo, sempre e quando julgar oportuno e conveniente

III - fixar o custo financeiro correspondente, incidente nas operacoes de cambio que pratique, quando ocorrer feriado bancario no exterior, posterior a data da contratacao das operacoes, que faca com que a sua liquidacao seja postergada

Art. 2. Fica o Banco Central do Brasil autorizado a efetuar os ajustes que julgar necessarios na regulamentacao em vigor em face do disposto nesta Resolucao.

Art. 3. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Art. 4. Fica revogada a Resolucao n. 2.053, de 20.02.94.

Brasilia, 30 de junho de 1994

Pedro Sampaio Malan
Presidente

• RESOLUCAO BACENN. 002082

Dispoe sobre os limites de emissao e a forma de lastreamento da nova unidade do Sistema Monetario Brasileiro - Real.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei n. 4.595, de 31.12.64, torna publico que o Presidente do CONSELHO MONETARIO NACIONAL, por ato de 30.06.94, com base no art. 8., paragrafo 1., da Medida Provisoria n. 542, de 30.06.94, "ad referendum" daquele Conselho, tendo em vista o disposto no art. 4. inciso II da referida Lei n. 4.595/64, e arts. 3. e 4. da citada Medida Provisoria n. 542,

R E S O L V E U:

Art. 1. O Banco Central do Brasil fica autorizado a emitir, entre 1..07.94 e 31.03.95, ate:

I - 30.09.94, R! 7,5 bilhoes;

II - 31.12.94, R! 8,5 bilhoes;

III - 31.03.95, R! 9,5 bilhoes.

paragrafo 1. O Conselho Monetario Nacional podera autorizar emissoes adicionais de ate 20% (vinte por cento) dos limites fixados no "caput" deste artigo.

paragrafo 2. O Banco Central do Brasil, quando da primeira emissao do Real e, apos essa data, trimestralmente, apresentara ao Conselho Monetario Nacional, programacao monetaria estimando a evolucao dos principais agregados monetarios, de forma que a emissao do Real, respeitando os limites fixados no "caput" deste artigo, considere a execucao do Orcamento Geral da Uniao, as operacoes do setor externo e as operacoes com as instituicoes integrantes do sistema financeiro nacional, inclusive as de mercado aberto.

Art. 2. O lastro de emissao do Real sera composto por parcela das reservas internacionais disponiveis em moedas estrangeiras e em ouro, expressas por suas equivalencias em dolares dos Estados Unidos.

paragrafo 1. Respeitado o disposto no "caput" deste artigo, o Banco Central do Brasil podera aplicar o valor de reservas internacionais vinculado para fins de lastro, inclusive arbitrando os ativos que o compoe, preservando, sempre, sua liquidez imediata.

Art. 3. A vinculacao de reservas internacionais implicara lancamento contabil em conta denominada "Lastro Monetario", concomitantemente a registro na conta "Emissao Monetaria Autorizada", do Banco Central do Brasil, observando-se que:

paragrafo 1. A vinculacao de reservas internacionais sera efetuada em volume e datas correspondentes ao inicio dos trimestres especificados no art. 1. desta Resolucao.

paragrafo 2. A paridade utilizada na vinculacao de reservas internacionais sera de R\$ 1,00 (um real) por US\$ 1.00 (um dolar dos Estados Unidos), por tempo indeterminado.

paragrafo 3. Os rendimentos das aplicacoes das reservas vinculadas nao se incorporarao a estas, devendo agregar-se as reservas nao vinculadas.

Art. 4. Para os efeitos desta Resolucao consideram-se:

- a) emissoes autorizadas como os volumes de reais correspondentes aos valores vinculados de reservas internacionais equivalentes, obedecido o disposto no art. 1. desta Resolucao;
- b) emissoes realizadas como os volumes de reais colocados em circulacao mediante credito a conta "Meio Circulante" ou a conta "Reservas Bancarias" constantes do passivo do Banco Central do Brasil, e debito da conta "Emissao Monetaria Autorizada".

Art. 5. Para efeito do cumprimento dos limites de emissoes autorizadas estabelecidos no art. 1. desta Resolucao e a partir da primeira emissao do Real, o volume de emissoes realizadas sera apurado pela media mensal dos saldos diarios da Base Monetaria nos dias uteis do mes.

paragrafo 1. Base Monetaria e conceituada como o resultado da adicao da

moeda em circulacao (papel-moeda mais moeda metalica) com as reservas bancarias mantidas no Banco Central do Brasil.

paragrafo 2. A moeda em circulacao e evidenciada pelo saldo da conta "Meio Circulante" constante do passivo do Banco Central do Brasil.

paragrafo 3. As reservas bancarias sao aquelas que os bancos comerciais, caixas economicas e instituicoes financeiras detentoras de carteira comercial mantem na conta "Reservas Bancarias" constante do passivo do Banco Central do Brasil.

Art. 6. O Banco Central do Brasil mantera demonstrativos das emissoes autorizadas e realizadas do Real, apuradas a partir de registros contabeis especificos para esse fim.

paragrafo 1. Os demonstrativos de emissao do Real serao publicados mensalmente, especificando:

- a) o volume de emissoes autorizadas e realizadas, as reservas vinculadas e a paridade observada;
- b) os usos das emissoes realizadas, explicitando seus fatores determinantes.

paragrafo 2. O Presidente do Banco Central do Brasil encaminhara, por intermedio do Ministro de Estado da Fazenda, ao Presidente da Republica, aos Presidentes do Senado Federal e da Camara dos Deputados, demonstrativo mensal das emissoes do Real e de suas razoes determinantes, bem como das reservas internacionais vinculadas para tal fim.

Art. 7. O Banco Central do Brasil fica autorizado a efetuar os ajustes que julgar necessarios na regulamentacao em vigor em face do disposto nesta Resolucao.

Art. 8. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Brasilia, 30 de junho de 1994

Pedro Sampaio Malan
Presidente

• COMUNICADO BACEN N. 004479

AAS INSTITUICOES AUTORIZADAS A OPERAR EM **CAMBIO**

1 . AS INTERVENCOES DE COMPRA E VENDA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NOS MERCADOS INTERBANCARIOS DE **CAMBIO** NOS SEGMENTOS DE TAXAS LIVRES E DE TAXAS FLUTUANTES OBEDECERAO A UMA SISTEMATICA DE "FAIXAS DE FLUTUACAO" (BANDAS).

2 . AS "FAIXAS DE FLUTUACAO" (BANDAS) SERAO DEFINIDAS PERIODICAMENTE PELO BANCO CENTRAL MEDIANTE DIVULGACAO DOS LIMITES SUPERIOR E INFERIOR DA "FAIXA DE FLUTUACAO".

3 . O BANCO CENTRAL INTERVIRAH NOS MERCADOS INTERBANCARIOS DE **CAMBIO** ATRAVES DE LEILÕES ELETRONICOS TODA VEZ QUE OS LIMITES, SUPERIOR OU INFERIOR, FOREM ATINGIDOS PELAS TAXAS DE MERCADO.

4 . O BANCO CENTRAL PODERAH, EVENTUALMENTE, ATUAR NO INTERIOR DA "FAIXA DE FLUTUACAO" A FIM DE PREVENIR OSCILACOES INDEVIDAS NAS COTACOES.

5 . A "FAIXA DE FLUTUACAO" A VIGORAR A PARTIR DE 06.03.95, INCLUSIVE, EH DE R\$0,86 (OITENTA E SEIS CENTAVOS DE REAL) POR DOLAR DOS ESTADOS UNIDOS, TAXA DE COMPRA, A R!\$,90(NOVENTA CENTAVOS DE REAL) POR DOLAR DOS ESTADOS UNIDOS, TAXA DE VENDA.

6 . A"FAIXA DE FLUTUACAO" A VIGORAR A PARTIR DE 02.05.95, INCLUSIVE, SERAH DE R!0,86 (OITENTA E SEIS CENTAVOS DE REAL) POR DOLAR DOS ESTA DOS UNIDOS,TAXA DE COMPRA, A R!0,98(NOVENTA E OITO CENTAVOS DE REAL) POR DOLAR DOS ESTADOS UNIDOS, TAXA DE VENDA.

7 . O BANCO CENTRAL DO BRASIL RECEBERAH PROPOSTAS PARA A VENDA A TER- MO DE DOLARES DOS ESTADOS UNIDOS, AA TAXA DE R!0,93 (NOVENTA E TRES CENTAVOS DE REAL), PARA O DIA 02.05.95, PARA LIQUIDACAO EM 04.05.95, ATEH AAS 15.30 H DO DIA 06.03.95, E DIVULGARAH AS PROPOSTAS ACEITAS, NO TODO OU EM PARTE, AAS 16.30 H DO MESMO DIA.

8 . O SR. PRESIDENTE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL CONVOCA PARA 07.03.95, AAS 11.30 H, UMA REUNIAO COM REPRESENTANTES DAS INSTITUI- COES "DEALERS" A REALIZAR-SE NO EDIFICIO SEDE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NO OITAVO ANDAR, NESTA CAPITAL.

BRASILIA, 06 DE MARCO DE 1995.

DIRETORIA DE ASSUNTOS INTERNACIONAIS

GUSTAVO HENRIQUE BARROSO FRANCO
DIRETOR

•COMUNICADO BACEN N. 006560

Dispoe sobre a sistematica de intervencao do Banco Central do Brasil no mercado interbancario de cambio

As instituicoes autorizadas a operar em cambio

Levamos ao seu conhecimento que:

I - as intervencoes de compra e venda de dolares dos Estados Unidos pelo Banco Central do Brasil nos mercados interbancarios de cambio segmentos de taxas livres e de taxas flutuantes continuarao a obedecer a sistematica de "faixas de flutuacao" (bandas);

II - a "faixa de flutuacao" tera, doravante, como limite inferior, R\$1,20 (um real e vinte centavos) por um dolar dos Estados Unidos e, como limite superior, R\$ 1,32 (um real e trinta e dois centavos) por um dolar dos Estados Unidos;

III - o Banco Central intervira nos mercados interbancarios de cambio atraves de leiloes electronicos sempre que os limites inferior ("piso") ou superior ("teto") forem atingidos pelas taxas praticadas no mercado;

IV - os limites inferior e superior serao redefinidos ao final de cada periodo consecutivo de 3 (tres) dias uteis;

V - o aumento em Reais do limite superior ao final de cada periodo de tres dias uteis, que definira o limite superior que vigorara no periodo seguinte de tres dias uteis, sera determinado pela formula:

$$DT = (0,000857 * (T-X) + 0,000428 * (X-P)) / (T-P)$$

sendo:

DT: aumento em Reais do limite superior
T : limite superior em vigor no periodo corrente
P : limite inferior em vigor no periodo corrente
X : media aritmetica das taxas PTAX de venda observadas nos tres dias uteis do periodo corrente

VI - o aumento em Reais do limite inferior ao final de cada periodo de tres dias uteis, que definira o limite inferior que vigorara no periodo seguinte de tres dias uteis, sera determinado pela formula:

$$DP = (0,000428 * (T-X)) / (T-P)$$

sendo:

DP: aumento em Reais do limite inferior
T : limite superior em vigor no periodo corrente
P : limite inferior em vigor no periodo corrente
X : media aritmetica das taxas PTAX de venda observadas nos tres dias uteis do periodo corrente

VII - o aumento em Reais dos limites superior e inferior, determinados pelas formulas dos itens anteriores serao divulgados com aproximacao para quatro casas decimais;

VIII - o DEPIN baixara as normas complementares e adotara as medidas necessarias ao cumprimento do disposto neste Comunicado;

IX - FICA REVOGADO O COMUNICADO N. 6.002, DE 20.01.1998.

Brasilia (DF), 13 de janeiro de 1999
Demosthenes Madureira de Pinho Neto

Diretor de Assuntos Internacionais

• COMUNICADO BACEN N. 006563

DISPOE SOBRE AS INTERVENCOES DO BANCO
CENTRAL DO BRASIL NOS MERCADOS INTER-
BANCARIOS DE CAMBIO.

AS INSTITUICOES AUTORIZADAS A OPERAR EM CAMBIO

LEVAMOS AO SEU CONHECIMENTO QUE:

I - O BANCO CENTRAL DO BRASIL NAO INTERVIRA NOS MERCADOS DE CAMBIO NA DATA DE HOJE.

II - NOVO COMUNICADO A RESPEITO DO REGIME CAMBIAL SERA DIVULGADO NA PROXIMA SEGUNDA-FEIRA, 18.01.99.

III - FICA REVOGADO O COMUNICADO NO. 6560, DE 13.01.99.

BRASILIA (DF), 15 DE JANEIRO DE 1999

DEMOSTHENES MADUREIRA DE PINHO NETO
DIRETOR DE ASSUNTOS INTERNACIONAIS

DISPOE SOBRE O REGIME CAMBIAL.

AAS INSTITUICOES AUTORIZADAS A OPERAR EM CAMBIO

LEVAMOS AO SEU CONHECIMENTO QUE:

I - A PARTIR DE HOJE, SEGUNDA-FEIRA, 18.01.99, O BANCO CENTRAL DO BRASIL DEIXARA QUE O MERCADO INTERBANCARIO (SEGMENTOS LIVRE E FLUTUANTE) DEFINA A TAXA DE CAMBIO.

II - O BANCO CENTRAL DO BRASIL PODERA INTERVIR NOS MERCADOS, OCASIONALMENTE E DE FORMA LIMITADA, COM O OBJETIVO DE CONTER MOVIMENTOS DESORDENADOS DAS TAXAS DE CAMBIO.

BRASILIA (DF), 18 DE JANEIRO DE 1999

DEMOSTHENES MADUREIRA DE PINHO NETO
DIRETOR DE ASSUNTOS INTERNACIONAIS